



BEA 東亞銀行

Live every moment
活出每刻

览众山·行致远

东亚睿智 2025 第二季

2025 年第二季度市场展望



目 录

- 3 序言
- 5 宏观策略
- 14 宏观经济
- 26 全球股市
- 40 全球债市
- 51 外汇市场
- 68 免责声明

序言

2025 年第一季度，随着美国总统特朗普二次上任，其针对美国国内以及国际政策的大幅转向深刻影响了市场表现。美国股市尤其是近年来表现出色的科技股出现一定幅度的回调。面对波动率大幅增加的市场现况，投资者避险情绪趋于上升，对于未来市场的发展方向也出现了较大的分歧。

我们本季度东亚睿智的标题是《**览众山·行致远**》，一千多年前，杜甫在其名篇《望岳》中写下了“会当凌绝顶 一览众山小”的千古名句。我们认为，投资亦如是，惟有卓然傲立在高处，放眼全球机遇，科学分散和配置各类资产，把握投资与市场的真正本质，才能真正达到兼济天下、行稳致远，真正实现长期稳健的投资回报。

首先我们需要了解近期市场波动的原因：一方面，针对美国财政状况日趋紧张的情况，特朗普政府开启大规模政府裁员和招聘限制。这次被誉为是联邦政府“历史性瘦身”的计划引发了广泛争议同时增加了投资者对美国经济放缓的担忧。受此影响，美国就业市场已经显示出部分降温迹象，其中新增非农就业人数有所下降，而新增初请失业金人数上升。随着未来政府部门招聘放缓，预计将进一步影响美国就业市场数据。

另一方面，特朗普政府也在全球祭出“关税大棒”。他在上任后不久就宣布将对进口自加拿大和墨西哥的商品加征 25% 的关税，对中国商品两次分别加征 10% 的关税，同时从第二季度开始对欧盟商品加征 25% 的关税。而加、墨、中、欧分别是美国前四大的贸易伙伴。此外从 3 月 12 日起对于所有进口钢铝加征 25% 的关税，且预计未来对其他商品也将逐步增加关税。投资者也普遍担心贸易政策可能会引发美国国内通胀的再度抬头。

美国经济出现不确定性的背景下，全球投资者更多将目光转向中国，同时对于中国市场的热情正在迅速恢复。自去年以来，管理层连续出台各种政策稳定经济预期，包括保持适度宽松的货币政策，数次采取降准降息；实施积极的财政政策，加大财政支持力度，发行特别国债，提高赤字率等；持续发布各种提振消费的政策文件，加强国内大市场建设；着力支持人工智能建设，扶持民营经济发展等等。在各类政策支持下，市场预期显著改善，宏观经济逐步向好的态势逐步显现。

观察整体 2025 年一季度的市场表现，全球股市在美股引领下出现较大幅度波动，且不同风格与不同区域的股票表现分化。截至 3 月 18 日，MSCI 全球指数较去年年底小幅下跌 0.23%，但较二月中旬创下的历史高点下跌超过 5%。受到科技股与“美股七雄”表现相对落后的影响，成长股表现逊于价值股。MSCI 全球成长股下跌 5%，而同期 MSCI 价值股上涨 5.07%。区域方面，近两年表现领先的美股市场出现回调，三大指数年内均录得下跌。其中道琼斯工业指数下跌 2.26%，标普 500 指数下跌 4.54%，纳斯达克指数跌幅最大，下跌 9.36%。部分资金从美股流入欧股，欧洲三大指数一季度表现更胜一筹，其中伦敦富时 100 指数上涨 6.51%，法国 CAC40 指数上涨 9.94%，德国 DAX 指数更是上涨 17.44%。

中国股市一季度的表现同样让全球为之侧目。尤其是在春节之后，在 Deepseek AI 大模型迅速出圈以及《哪吒 2》创下全球动画片影史票房纪录等积极因素的情绪提振下，A 股与港股出现稳步上涨行情。同样截至 3 月 18 日，今年以来上证指数再度突破 3400 点，一季度上涨 2.23%，深圳成指上涨 5.42%。科技相关板块表现更为领先，创业板指上涨 3.77%，科创综指上涨 12.26%，北证 50 指数更是上涨了 34.98%。港股表现同样出色，恒生指数与恒生科技指数双

双突破了去年 10 月 8 日本轮反弹行情的高点，一季度分别上涨 23.34% 和 36.58%。

债市方面，美国通胀预期提高一度打压境外债市表现，但投资者在“衰退叙事”下押注美联储年内将加大政策宽松力度，美国十年期国债收益率自高位回落。而在中国投资者风险偏好改善的背景下，境内债市反而从高位下滑，中国十年期国债收益率自历史低点 1.6% 反弹。中美两国国债利差小幅度收窄。

外汇方面，美元同样从高位回落。投资者担忧美国经济增速放缓，且美国贸易政策不确定性较高，打压美元表现。美元指数一季度大跌 4.41%。欧元成为导致美元指数下跌的主要因素，一季度上涨 5.15%，欧洲央行经历连续降息，但市场预期在 2025 年余下时期内两大经济体的利差有望缩窄。美元兑日元同样下跌 5.34%，日本央行依然将维持稳步加息的步伐。人民币表现相对平稳，美元兑离岸人民币一季度小幅下跌了 1.33%。

商品市场走势继续分化。美元财政压力持续加大，投资者继续涌入黄金避险。COMEX 黄金期货以及现货伦敦金价格现后历史性突破 3000 美元 / 盎司，一季度上涨 13.61%。分析师大多继续看好黄金后市中长期表现。而随着对全球经济前景的谨慎，以及 OPEC+ 提前增产，NYMEX 以及 Brunt 原油价格继续向下，NYMEX WTI 原油一季度下跌 5.35%。

进入 2025 年第二季度后，整体宏观经济和市场将如何进一步演绎？投资者又该如何合理布局？我们提供以下几点展望供参考：

首先，全球经济增速或将有所放缓，但中国经济仍将是全球经济稳定的重要动力。根据经济合作与发展组织（简称“经合组织，OECD”）3 月最新发布的中期经济展望报告，2025 年全球经济增长预测从 3.3% 被下调至 3.1%，2026 年经济增长从 3.3% 进一步下调至 3%，分别较 2024 年 12 月的预测值下调 0.2% 和 0.3%。美国较为激进的贸易政策可能限制全球商贸活动，影响企业投资和消费者支出。而中国经济自去年 926 政治局会议后，在包含货币、财政等各项政策在内

的激励下增速明显回升，去年成功完成年初定下的 5% 经济增长目标。而在今年的两会政府工作报告中，再度将经济增长了目标设定为“5% 左右”，市场近期走势也显现出对中国经济稳定的信心。

其次，二季度市场或仍将维持高波动特征。必须看到，短期内市场仍将面临一定不确定因素。美国近期发布的一系列经济数据偏弱，叠加特朗普政府政策尤其是在对外贸易政策上的强硬态度仍将继续改变投资者风险偏好。此外，投资者对于持续上涨的科技巨头业绩期待较高，一旦兑现结果不如预期同样会引发短期抛售。A 股与港股方面，经过连续上涨后，股指进入去年 10 月高位时的密集成交区域，同样需要后续资金的持续流入才能进一步打开上升空间。然而我们也同样需要看到，美国经济自次贷危机以来长期呈现较高增长态势，经历短期波动后或将再度展现出韧性。而就货币政策而言，目前联邦基金利率仍然处于高位，进一步下调的空间较大，目前市场预计今年六月美联储将重新启动降息，年内或有机会降息三次 75 个 BP，此外缩表已近尾声，都将对宏观经济和资本市场形成重要支撑；此外，企业盈利增速依然稳定，预计 2025 年标普 500 成分股仍将维持两位数增长，而人工智能发展长周期确定性依然较高，相关行业和企业资本开支仍在增加，且 AI 对传统行业的赋能和影响也将逐步显现。我们认为，短期若市场出现持续回落或将为投资者带来良好的布局机会。

最后，对于投资者而言，在目前市场背景下，保持分散与均衡配置仍将是重要的策略之一。第一是成长与价值风格的分散：整体看防御型板块在美国政策不确定性较高的背景下表现更佳，投资者需要平衡科技股与其他板块的配置。第二是不同地域的分散：美国股市虽然短期出现调整，但以欧洲和中国为代表的非美股市反而给投资者带来了超预期的回报，地域上的分散能够帮助投资者更好的熨平波动。而股债商品等大类资产也同样需要做好分散：美国经济衰退预期有所加大，避险情绪可能引发投资者转向更为稳健的美元债券市场和黄金市场，虽然黄金已经一度突破 3000 美元 / 盎司，但在全球政治经济格局多变的背景下仍然是值得投资者长期持有的重要资产类别。

第一部分

宏观策略篇



全球正步向多极化时代

美国政治风险咨询公司欧亚集团（Eurasia Group）在 1 月 6 日发表了《2025 年全球十大风险》报告中，将“G0 时代的主治”列为首要风险，这与本章节的预测不谋而合。指的是没有任何大国或国际集团愿意且能够推动全球议程并维护国际秩序，导致地缘政治变得不稳定，削弱全球安全 and 经济组织的运作能力。核心问题是联合国、国际货币基金组织（简称“IMF”）、世界银行等国际机构已无法有效制衡各方权力，而领导真空期进一步延长，将增加发生摩擦和冲突的可能性。

世界经济论坛于 1 月 15 日公布“2025 环球风险报告”亦指出，全球分歧日益加深，令国际关系被重塑，使人质疑现有的制度是否仍具备应对共同挑战的能力。未来，全球合作程度预计将进一步降低，全球政治格局将朝向多极化发展。虽然西方料仍将保持全球权力中心的地位，由中国、印度和海湾国家等主要新兴大国代表的新权力中心将乘时崛起。各报告对全球风险预测表列如下：

排名	欧亚集团的预测	世界经济论坛的预测
1	G0 时代的主治	国家级武装冲突
2	特朗普式统治	极端天气事件
3	中美关系决裂	地缘经济对抗
4	特朗普经济学	错误及虚假信息
5	俄罗斯流氓政权持续	社会两极化
6	陷入困境的伊朗	经济衰退
7	中美磨擦窒碍经济扩张	地球系统的重大变化
8	人工智能的失控	缺乏经济机会或失业
9	无视制度的地缘领域	人权和 / 或公民自由受到侵蚀
10	美国与墨西哥的对立	不平等待遇

数据来源：欧亚集团及世界经济论坛，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 3 日

本季以“特朗普执政百日”、“世界多极化”及“滞胀风险”为主题，分析全球政经局势的变化如何影响投资市场及其相应部署。延续上季的预测，特朗普上任初期将以“美国优先”为核心重新制定规则。在这一过渡期内，个别资产或将很难有突出表现，但是波动率会有所上升。投资者应通过资产、地域及时间的维度来作多元投资，风险管控是特朗普执政初期的投资策略主轴。

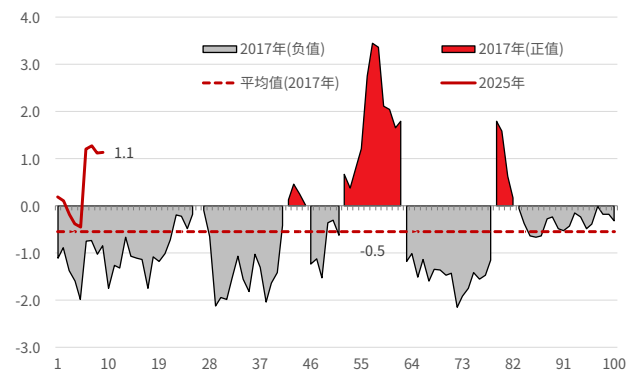
特朗普执政百日

欧亚集团发表的《2025 年全球十大风险》报告中，“特朗普式执政”被列为第二大风险。报告指出，特朗普掌权有可能削弱权力制衡和法律监督机制，令美国政治体制更依赖于个人的强势领导。

而根据 Real Clear Politics 在 2 月 7 日至 27 日期间的综合民调显示，对特朗普工作的支持率为 48.8%，不支持率为 47.6%，支持度略高 1.2 个百分点。此外，哈佛大学哈里斯民意调查和美国政治研究中心（Center for American Political Studies, CAPS）联合制作的“哈佛—CAPS—哈里斯”民调显示，受访的已登记美国选民中，认同“美国处于正确的轨道上”达 48%，不认同的有 42%；认同“美国经济处于正确的轨道上”有 51%，不认同的达 38%；“支持特朗普工作”的有 52%，不支持的有 43%。这些民调结果被特朗普用来证明其工作获得广泛民众的认同。

“执政百日”对投资市场的启示

特朗普前一任期及本任期首 100 天的西太平洋银行全球避险指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2017 年 1 月 20 日至 6 月 16 日及 2025 年 1 月 20 日至 31 日

上图中的西太平洋避险指数追踪全球主要避险工具，包括外汇、债市及股市在衍生市场的波动，综合反映投资者对后市的避险情绪。当指数为正值时，代表避险情绪高涨，反之亦然。在 2017 年特朗普就职后的首 100 天，该指数的负值比例达约 80%，平均值为负 0.5，显示投资者普遍抱持审慎且乐观的态度。期间即使避险情绪偶有升温，但都只属阶段性。

本届的数据暂只涵盖特朗普就职后至 1 月 31 日的走势，但避险情绪却明显上升，正值比例急升至 70%。特朗普的雷厉风行使投资者较上届更加偏向避险和保守。这种心理变化亦掀动着风险资产的表现，尤其是股市。

传统上，市场会检视新任领导人执政前 100 天的成绩单我们在此也将回顾特朗普上一届执政时前 100 个交易日各资产走势的变化，借以部署本次的投资策略。

以 2017 年 1 月 20 日的总统就职典礼作为起点，前 100 个交易日为当年的 6 月 8 日，并以各项综合指数来代表不同资产。结果显示，大部分资产表现皆徘徊约在负 5% 至正 5% 之间，其中股票的表现较突出，而能源商品则明显下挫。详细数据表列如下：

综合指数	代表资产	期内表现 (%)
MSCI 世界指数	全球股票	9.0
彭博全球累计债券指数	全球债券	4.4
美元指数	美元	-3.8
标普高盛工业金属指数	综合工业金属	-2.4
标普高盛贵金属指数	综合贵金属	5.2
标普高盛能源指数	综合能源	-16.6
标普全球 Reits 指数	全球 Reits	3.5

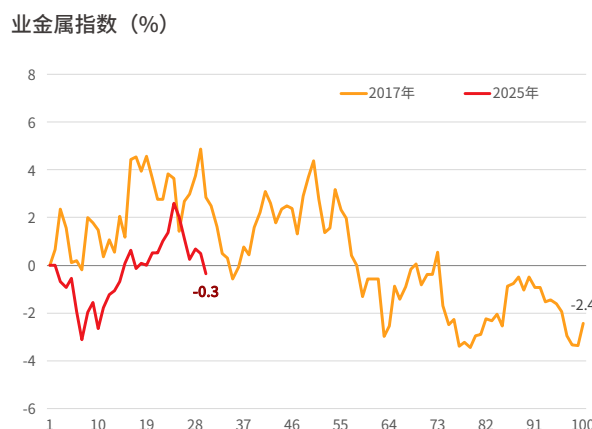
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 3 日

除了定点数据分析，资产走势的变化亦同样重要。以 2025 年 1 月 20 日特朗普就职典礼作为本届的起点，再对比 2017 年的情况，为本届各资产走势作分析。

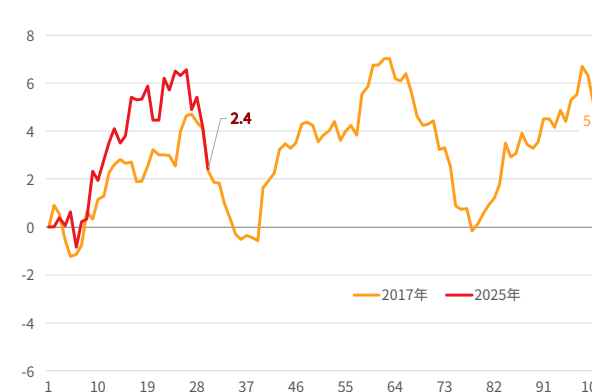
在各商品及 Reits 指数中，不论方向及幅度变化，都与 2017 年相似。这可能与特朗普在两届的施政目标和方针相若有关，例如锐意放宽化石能源的监管，工业和制造业复兴政策，调

整房地产政策等。以此推算，短期内，工业金属或有所下跌；能源市场将经历大幅波动，并明显走弱；贵金属波动偏高，但预计表现向好；房地产市场料在大幅震荡中向好。总体而言，商品市场及房地产市场普遍波动率偏高，走势则受政策主导影响，出现分歧。

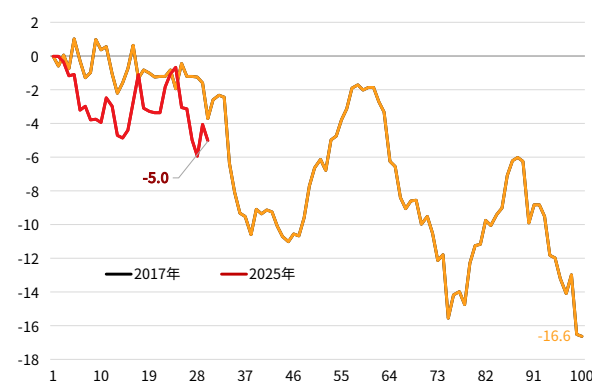
特朗普前一任期及本任期首 100 个交易日的指数表现：标普高盛工业金属指数 (%)



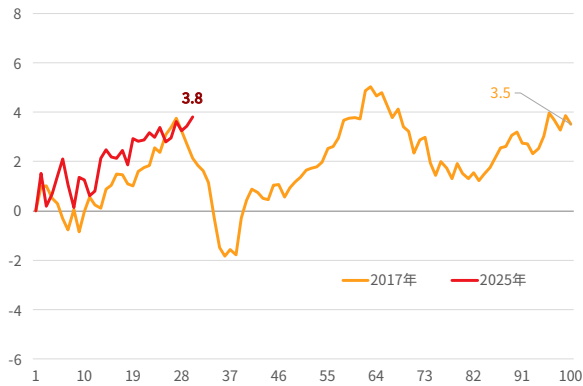
特朗普前一任期及本任期前 100 个交易日的指数表现：标普高盛贵金属指数 (%)



特朗普前一任期及本任期前 100 个交易日的指数表现：标普高盛能源指数 (%)



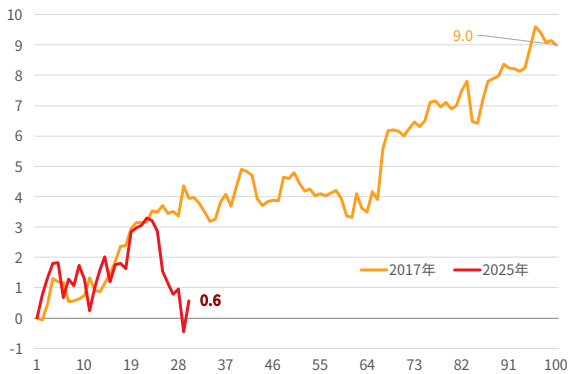
特朗普前一任期及本任期前 100 个交易日的指数表现：标普全球房地产指数 (%)



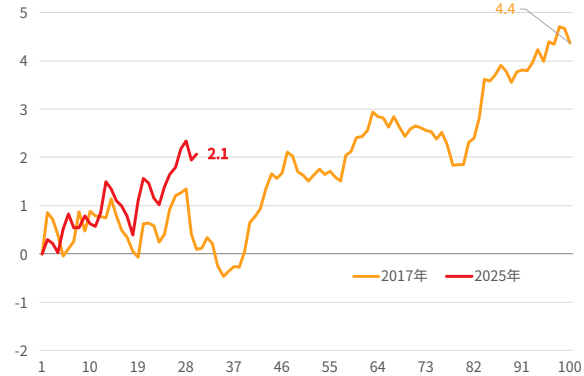
数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2017 年 1 月 20 日至 6 月 8 日及 2025 年 1 月 20 日至 2 月 28 日

债券走势与上届相似，在波动中持续向好。反观股票及美元走势，则与上届截然不同。上届股票持续向好，但本届升势维持到 2 月底后明显回落，主因与美国高科技及人工智能巨头的股价下跌有关，进而拖累全球股市。美元当前处于降息周期，而 2017 年却是加息周期，故本届和上届走势有着基本区别。

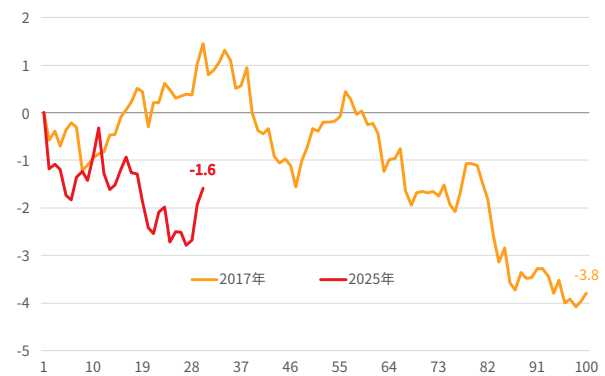
特朗普前一任期及本任期前 100 个交易日的指数表现：MSCI 世界指数 (%)



特朗普前一任期及本任期前 100 个交易日的指数表现：彭博全球累计债券指数 (%)



特朗普前一任期及本任期前 100 个交易日的指数表现：美元指数 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2017 年 1 月 20 日至 6 月 8 日及 2025 年 1 月 20 日至 2 月 28 日

综合而言，各资产在本届的走势不论是重复上届还是与上届不同，“执政百日”中，各资产表现均受特朗普政策所影响，其共同特征是波动率偏高，与特朗普推倒既有政策并重建新规则的时间和程度有关。未来在高度不确定性的环境下，多元化组合式的分散投资以对冲风险，将变得更加重要。|

全球格局向多极化转变

美国关税对各国影响不尽相同

特朗普宣布，将根据各国的关税水平，对全球出口至美国的货品征收“对等关税”。他特别点名指出印度、韩国、欧盟与中国等国家，过去对美国商品征收高额关税，因此此举旨在平衡贸易关系和保护美国产业。此外，特朗普与澳洲总理阿尔巴尼斯通电话后，基于美国对澳洲存在贸易顺差，或可考虑免除向澳洲征收关税。

以此逻辑推演，贸易额较大或对美国存在贸易顺差的国家，被加征关税的风险偏高。根据 IMF 的 2023 年美国对外贸易数据显示，同时符合上述两项条件的国家只有 4 个，包括中国、墨西哥、加拿大及德国。日本及越南则符合其中一项条件。这解释了为何加拿大、墨西哥及中国被列在首轮关税名单之中。整体数据如下：

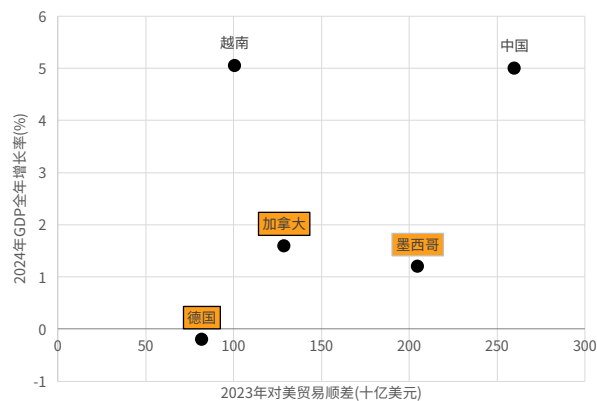
2023 年与美国之贸易额数据（十亿美元）					
国家	贸易额	国家	顺差额	国家 / 地区	逆差额
墨西哥	746.4	中国	259.9	荷兰	43.6
加拿大	713.4	墨西哥	204.8	中国香港	22.1
中国	594.6	加拿大	128.8	阿联酋	20.3
德国	237.6	越南	100.6	澳洲	17.1
日本	231.0	德国	81.8	比利时	15.4

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 3 日

进一步将对美贸易顺差国的前五个国家及其 2024 年国民生产总值 (GDP) 全年增长率作矩阵分析，结果显示，中国对美国贸易顺差高达近 2,600 亿美元，势将成为美国主要针对的对象。然而，中国的经济增长高见 5%，且有可能推出对等反制措施，双方直接的贸易冲突对美国并不有利。越南的情况与中国相似，而越南亦能代替中国向美国提供较低端及民生用品，对越南征收太高关税，对美国自身同样不利。

相比之下，加拿大、墨西哥及德国的处境更加危险。加拿大及墨西哥的领导人虽曾警告将作出反制，但鉴于国力的差异和在短时间内开拓新的贸易市场的可能性较低，料不会作出过激回应。德国去年经济增长紧缩，预计面对美国的“关税大棒”反应将更为低调。

各国对美贸易顺差及其全年 GDP 增长率

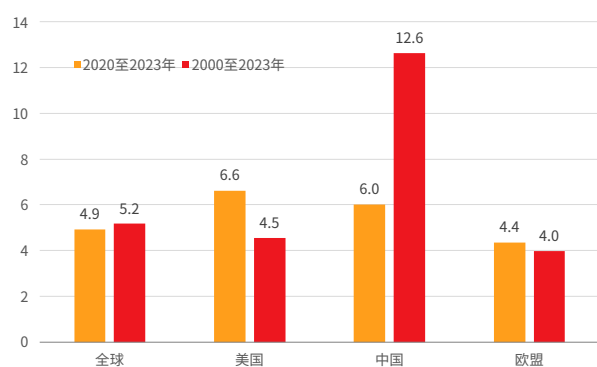


数据来源：国际货币基金组织，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 5 日

大国贸易摩擦的根本原因

比较来自世界银行自 2000 年至 2023 年及 2020 年至 2023 年全球疫情大流行（简称 COVID）期间的数据，并分析经济年度平均增长率的变化。结果显示，全球经济近 23 年的平均增长率为 5.2%，在 COVID 后则微降至 4.9%。其中世界三大经济体的同期数据，美国分别是升 4.5% 及 6.6%，反映 COVID 逆袭下美国经济却稳步上升。欧洲差异只有 0.4%，但中国却明显由增长 12.6% 下降至 6.0%。

各国以美元计算的 GDP 按年平均增长率

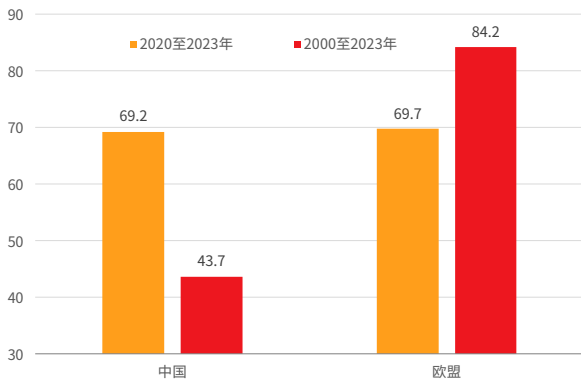


数据来源：世界银行，东亚中国财富管理，数据由 2000 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日

利用相同的数据再找出以美元计算的中国及欧元区 GDP 体量与美国 GDP 相比，结果显示，中国 GDP 相当于美国 GDP 的体量自 2000 年起平均约 43.7% 急升至近 4 年平均约 69.2%。这也说明了自美国前总统奥巴马提出“重返亚洲”后，为何往后各任总统都对中国经济的崛起非常重视。



欧元区 GDP 相当于美国 GDP 的体量则由 84.2% 下降至约 69.7%。各国以美元计算的 GDP 相当于美国 GDP 的比例



数据来源:世界银行,东亚中国财富管理,数据由2000年12月31日至2023年12月31日

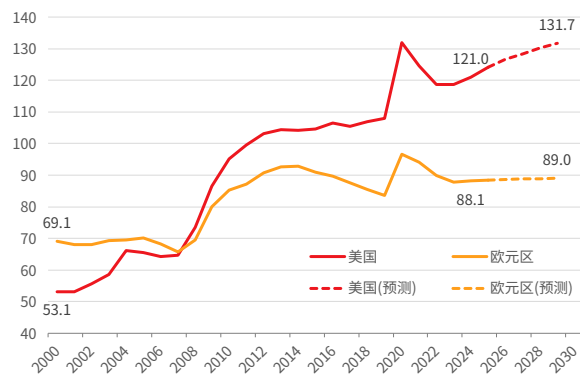
中欧经济体量相当于美国的七成。前世界银行首席经济学家林毅夫指出,历史上当某国家的 GDP 总量达到美国约七成时,美国便会采取行动遏制该国经济的发展,以维持其世界经济龙头地位。例如上世纪 70 年代末,日本经济腾飞至该门槛后,与美国签订《广场协议》,但此后日本经济陷入长期低迷。而上世纪 70 年代初,苏联的 GDP 也一度接近美国的七成后,全球冷战导致苏联最终以解体告终。

目前欧元区及中国皆接近七成的临界点,特朗普大刀阔斧推行内外兼备的经济改革,正好体现世界经济历史的轮回。

欧洲与美国：主动与被动的选择

根据 IMF 有关美国与欧元区的债务占 GDP 比例(简称“比例”)的数据,2008 年前美国的比例低于欧元区,反映其低债务及高增长的优势。不过,在金融海啸后出现拐点,美国推出多次量化宽松后,该比例持续攀升。欧元区凭借谨慎的财政纪律,比例维持在 80% 至 90% 水平。其后美国持续“印钞”,但边际效益却大不如前。美联储虽曾推出“缩表”政策,该比例短暂下降后又再次反弹,反映债务升幅较经济增长大。美国及欧元区的比例在去年底分别是约 121% 及 88%,预测 2029 年将升至 132% 及 89%,暗示特朗普的任期内,欧美比例的差距将持续拉开。

各国债务占 GDP 比例及其预测 (%)



数据来源:国际货币基金组织,东亚中国财富管理,数据由2000年12月31日至2029年12月31日

此外，美国上任总统拜登高举“去风险化”的旗帜，欧洲则积极迎合。在此期间，美国经济稳健前行，欧洲经济却显现出疲态。而如今美国或将对欧盟加征关税，使得欧洲两大经济体德国和法国的经济进一步受压。

欧元区去年 GDP 增长平均约 0.7%，其中德国的表现尤其逊色，是区域内唯一平均值出现负值的国家。加之政府再次更换，筹组联合政府面临挑战，未来经济的不稳定性偏高。法国平均增长只有 1.1%，虽然政治风暴暂时平息，但预期经济增长受制于悬而未决的财金政策。英国执政工党曾表示上届保守党政府亏空超过 200 亿英镑。除伯明翰外，未来或有更多地方政府提出破产预警，包括米德尔斯堡、萨默塞特、布拉福德等。反观过去被认为是欧洲二线国家的经济去年增长率更胜传统西欧大国，尤其是欧债危机时最令人忧心的西班牙及希腊，如今经济发展良好，证明远离纷乱的国际事务、严守财金纪律，经济反而能够脱颖而出。欧洲各国经济数据如下：

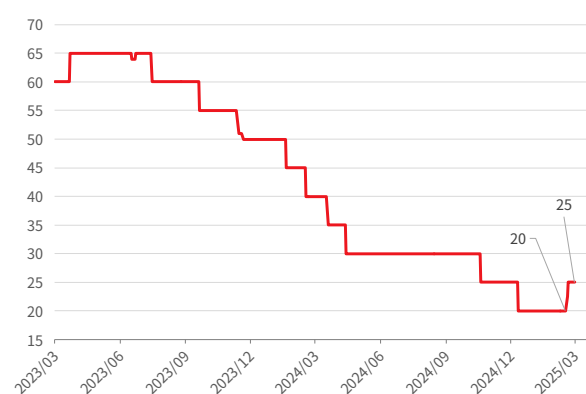
2024 年按年 GDP 增长 (%)					
国家	第一季	第二季	第三季	第四季	平均
欧元区	0.4	0.5	0.9	0.9	0.7
德国	-0.8	0.1	0.1	-0.4	-0.3
法国	1.4	0.9	1.3	0.6	1.1
荷兰	-0.6	0.8	1.7	1.8	0.9
英国	0.3	0.7	1.0	1.4	0.9
意大利	0.3	0.7	0.5	0.5	0.5
西班牙	2.7	3.3	3.5	3.5	3.3
葡萄牙	1.4	1.5	1.9	2.8	1.9
希腊	1.6	2.6	2.5	N/A	2.2
爱尔兰	-4.8	-3.2	2.9	6.3	0.3

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 3 日

随着俄乌冲突进入第三年，欧美在地缘政治的立场出现根本性转变。在第 78 届联合国大会中，为响应乌克兰提出名为「推进实现乌克兰全面、公正和持久和平」的决议草案进行表决，结果欧洲普遍支持，但美国、俄罗斯和白俄罗斯投下反对票。这是战事爆发以来，美、俄首次站在同一阵线，共同反对乌克兰的决议 32。此外，当天联合国安理会亦对美国提出关于乌克兰问题的决议草案进行表决，结果中、美、俄三国投下支持票，是俄罗斯首次就战事对美国的议案投下赞成票。最后，安理会就欧洲国家提出的动议进行表决，中国投下赞成票，俄罗斯弃权，但美国却投下反对票 33。在同一日内的多场表决中，欧美立场出现多次对立，情况实属罕见，充分显示特朗普对美国外交政策有着深远影响。

而美国方面，亚特兰大联储银行 GDPNow 模型下调对美国今年首季的 GDP 预测，由年初预测增长超过 2% 降至截至 3 月 6 日时的负 2.4%。至于彭博预测未来 1 年美国出现经济衰退的机会率亦由 20% 上升至 25%，是过去两年来首次上调。

美国未来 1 年出现衰退的机会率 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 5 日

面对经济放缓：分散投资显得举足轻重

早在上一季度，本章节已提出对可能出现的滞胀局面的忧虑。在物价上涨同时经济放缓的双重风险下，精明的投资者加仓债券和黄金。

■ 以史为鉴：滞胀时债券表现突出

参考自 1970 年起的美国数据，滞胀曾经在 1970 年、1974 年至 1975 年、1980 年、1982 年、1991 年、2008 年及 2020 年出现，出现概率仅 9%，反映滞胀情况罕见，而自 2000 年以后，出现的概率更低。

为分析滞胀对投资市场的影响，选取 MSCI 世界指数为全球股市的代表，美国 10 年期国债收益率代表全球债市，以及黄金现价的季度变化作分析。结果显示，股市与黄金的平均变化只在 4% 以内，但标准差（即波动率）却高达近 13%。相比之下，债券的变动轻微，表现相对平稳。

滞胀持续时间最长的案例在 1974 年至 1975 年，共维持了五个季度。当时股市非常波动，曾先急挫近 24%，随后又反弹近 25%；黄金则先轻微下跌，后再急升近 21%，之后又再度走弱，但整体走势向好；至于债券收益率的变化则相当轻微。滞胀持续时间最短的案例在 1970 年和 2008 年，只维持了 1 个季度。集中观察近代的 2008 年案例，当时黄金只轻微上升 1.3%，但股市急挫近 22%，同时债券收益率下跌了 1.6%，反映当时避险情绪非常高涨。

综合分析，近代出现滞胀的比率偏低。一旦出现，股市及黄金的平均回报变化只有低单位数，但波动率却明显急升。而滞胀维持时间越短，对股市的负面影响越高。债券则呈现出作为避险资产的平稳且波动偏低特性，反映在滞胀出现时，债券在投资组合中不可或缺。整体数据如下：

季度	CPI 同比	年度 GDP	季度变化 (%)		
			MSCI 世界指数	美国 10 年期国债收益率	黄金
1970 年第 4 季	5.6	-0.2	5.0	-0.8	3.5
1974 年第 2 季	10.9	-0.2	-9.3	0.2	-8.5
1974 年第 3 季	11.9	-0.6	-23.6	0.3	-1.5
1974 年第 4 季	12.3	-1.9	5.1	-0.5	21.1
1975 年第 1 季	10.3	-2.3	24.6	0.6	-3.1
1975 年第 2 季	9.4	-1.8	7.2	-0.1	-6.7
1980 年第 2 季	14.4	-0.8	16.0	-2.6	32.2
1980 年第 3 季	12.6	-1.6	7.3	1.8	2.0
1982 年第 1 季	6.8	-2.2	-10.8	0.2	-19.5
1982 年第 2 季	7.1	-1.0	-3.3	0.3	-0.8
1982 年第 3 季	5.0	-2.6	5.3	-2.7	25.0
1982 年第 4 季	3.8	-1.4	16.6	-1.3	15.1
1991 年第 1 季	4.9	-1.0	9.3	0.0	-7.1
1991 年第 2 季	4.7	-0.5	-3.8	0.2	3.6
1991 年第 3 季	3.4	-0.1	6.5	-0.8	-3.7
2008 年第 4 季	0.1	-2.5	-22.2	-1.6	1.3
2020 年第 2 季	0.6	-7.5	18.8	0.0	12.9
2020 年第 3 季	1.4	-1.4	7.5	0.0	5.9
2020 年第 4 季	1.4	-1.0	13.6	0.2	0.7
平均回报			3.7	-0.3	3.8
标准差			13.1	1.1	12.6

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 5 日

■ “类滞胀”背景下债券表现同样胜出

千禧年后，美国年度 GDP 只在 2008 年金融海啸及 2020 年 COVID 期间出现负值，案例数量偏少，影响了分析对未来投资策略的参考性，故放宽部分条件，以所谓“类滞胀”作分析的参考性更高。“类滞胀”指通胀非恶性上升，同时经济维持增长但偏低的时期，此状态下通胀高于经济增长将阻碍未来发展。

为更能反映眼前的经济状况，以“CPI 同比除以 GDP 的比例高于 1”作为“类滞胀”的判定标准，并加入“联邦基金利率高于当时 CPI 同比”的条件进一步过滤数据。根据相同的季度数据，符合这两项条件的案例占比近 25%，出现概率仍然偏低，但已较滞胀的出现概率（9%）明显高出。

进一步分析“类滞胀”对投资市场的影响，结果显示，“类滞胀”之下，股市的平均回报为低个位数。若“类滞胀”维持时间越长，其波动率亦越高，峰谷值更可高达约 41%，反映当突发事件出现时，其波幅将较大。

黄金的平均回报差不多没有变化，标准差都是偏向平稳，但与股市一样其峰谷值高达约 36%，或是因为“类滞胀”状态下避险情绪忽然攀升，通过黄金来对冲股市波动的操作有关。无论是回报或波动率，债券表现稳定，反映“类滞胀”时以

债券对冲风险的重要性。这与本章节的预测一致，在特朗普执政初期，或没有个别资产表现较为突出，但全球波动性将大幅上升，因此通过资产多元化、区域性分散和时间分散的投资策略，更显得举足轻重。整体数据如下：

指标	季度变化 (%)		
	整体数据	最长案例	最短案例
MSCI 世界指数			
平均回报	1.6	0.9	3.8
标准偏差	7.6	10.9	2.9
最大回报	22.0	11.2	7.1
最小回报	-18.7	-18.7	-0.4
峰谷值	40.7	29.8	7.5
美国 10 年期国债收益率			
平均回报	0.1	-0.1	-0.4
标准差	0.7	0.6	0.9
最大回报	2.0	0.7	0.8
最小回报	-1.9	-1.2	-1.5
峰谷值	3.8	1.9	2.3
黄金			
平均回报	2.1	-0.1	0.2
标准差	8.1	8.2	9.4
最大回报	18.6	16.0	15.9
最小回报	-17.1	-8.2	-9.2
峰谷值	35.7	24.1	25.2

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 5 日

第二部分

宏观经济篇

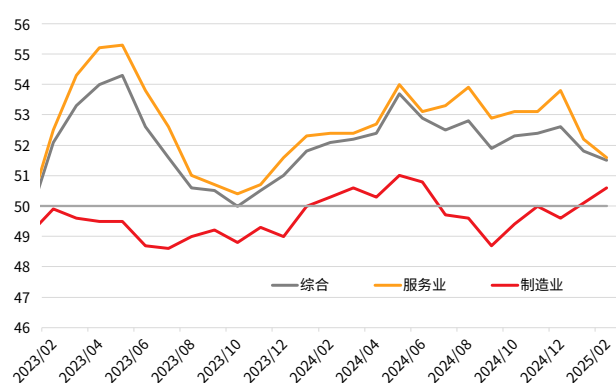


全球经济展望

■ 全球经济分化加剧，潜在风险进一步显现

进入 2025 年第二季度季，全球经济增长势头有所降温，部分领先指标呈现轻微放缓趋势，尤其是全球贸易政策不确定性因美国总统特朗普的美国关税威胁影响而有所恶化，令市场担心美国将出现滞胀，一度引发生票、债券、外汇和商品市场大幅震荡，并削弱企业投资信心。与此同时，欧洲正提出开展大规模投资计划，并加强国防措施，同时放宽长期以来的财政规则限制；中国也适度增配财政资源以巩固其内需的增长动力。以上政策有望支持欧洲和中国保持稳定的经济前景。然而，其他亚洲经济体难免受美国贸易保护政策的影响，甚至可能面临较大的资金外流压力，因此亚洲经济体将需要加大政策力度以延续增长势头。

全球采购经理指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 20 日

特朗普对全球贸易格局带来结构性转变。自特朗普再度上任以来，美国不断扩大关税措施，其力度、覆盖范围和运行时间均远超预期。美国政府不仅致力于堵塞关税漏洞，还持续缩小在贸易谈判上的让步空间，即使贸易伙伴采取报复措施，美国仍然坚持实施关税措施。这反映了特朗普政府希望解决美国长期贸易不平衡并重振本土制造业的决心，但同时也令全球产业链和供应链合作面临前所未有的不确定性，为各国出口和制造业带来严峻挑战，跨国贸易和投资活动料将受到重大影响。

尽管通胀走势持续反复，主要央行仍有降息空间。2025 年以来，全球通胀表现不一，主要经济体的核心通胀普遍持续高于央行通胀目标，特别是服务价格存在黏性，商品价格跌势在关税和基数效应下逐步逆转，短期通胀势头可能略有加快。尽管如此，全球利率水平仍然偏高，我们预计美联储、欧洲央行和英国央行等将在 2025 年剩余时间进一步降息；人民银行也可能根据经济发展情况适时降息；日本央行则将稳步上调政策利率；其他亚洲央行也将倾向宽松其货币政策，但具体细节将视美联储的降息步伐、资本流向、外汇及当地政治经济形势等因素而定。

随着各主要经济体表现分化加剧，料全球经济增长略有放缓。展望未来，美国经济下行压力增加，欧洲经济前景在公共开支推动下有所改善，中国经济亦将延续总体平稳扩张，其他亚洲经济体则面临较大的不确定性。整体而言，特朗普贸易政策的实施与演变，将成为影响全球经济走势的关键因素之一。

美国经济展望

2025 年美国前景不确定性增强

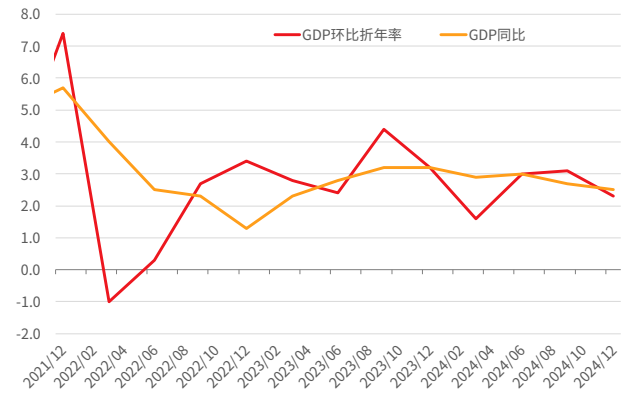


2025 年初美国经济增长动能逐渐放缓。2024 年第四季度美国经济增长 2.3%（环比折年率），全年增长则为 2.8%，高于长期趋势水平。不过，自 2025 年以来，多个经济数据显示美国经济呈逐步降温势头，特别是消费者信心显著下跌和新增职位数从高位回落，预期私人消费将有所转弱。此外，美国房地产市场停滞不前，潜在需求因抵押贷款利率高企和关税导致原材料价格上涨而受压，令房地产销售持续低迷。整体而言，美国经济的下行风险正在增加。

特朗普政策对经济的挑战率先显现。美国总统特朗普重返白宫后，迅速推动一系列政策议程，其核心包括贸易保护主义、收紧移民政策和削减政府开支，这些举措正对经济产生深远影响。首先，特朗普的关税措施将直接推高进口价格并削弱消费者购买力，加上其贸易政策不确定性，打击金融市场和企业投资信心。同时，受影响国家可能采取对等关税措施，削弱美国出口竞争力并增加企业成本。第二，特朗普政府新成立的“政府效率部”正全力执行公共开支削减计划，包括：

裁减公务员和冻结援助支出，以改善美国政府的财政状况，但亦可能会对公共服务和就业市场造成负面影响。第三，收紧移民政策或会改变劳动力市场结构，驱逐非法移民及限制移民流入可能导致多个行业劳动力短缺，继而加剧工资上行压力。上述政策的叠加效应正在增加经济不确定性，使企业对经济前景预期转趋保守。

美国 GDP 季度环比折年率和同比增长 (%)



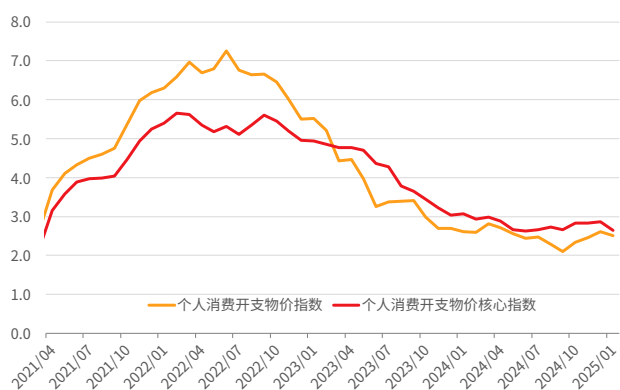
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 20 日

通胀压力未除，美联储调整降息步伐。2025 年第一季度，关税带来的价格压力尚未完全显现，整体通胀呈平稳走势，但仍高于美联储 2% 的政策目标。服务价格在租金和工资等输入成本的推动下仍存在黏性，加上企业调查报告显示原材料和产出价格上升，反映未来通胀风险不容忽视。另一方面，在 2024 年降息 100 个基点后，美联储提到下一步政策调整将会转向谨慎，并在今年 1 月和 3 月的会议维持利率不变，将联邦基金利率保持在 4.25% 至 4.50% 的区间，我们预计美联储将在 6 月会议才将再次降息。3 月公布的最新点阵图显示，美联储预期今年将降息两次至 3.75% 至 4.00%。同时，美联储决定放慢量化紧缩步伐，并指出此举是维持适当市场流动性的技术性调整。

展望 2025 年第二季，美国经济可能会面临增长放缓与通胀压力并存的局面，并必须关注其对不同贸易伙伴的评估结果及将会推出何种后续措施，及其对经济前景和金融市场的影响。

然而，美国宏观经济的基本面仍具有一定韧性，特朗普政府亦可能推出减税和放松监管的措施，以提振内部的消费和投资需求，以平衡其政策所带来的不确定性。|

美国个人消费开支物价指数同比增长 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 20 日

欧洲经济展望

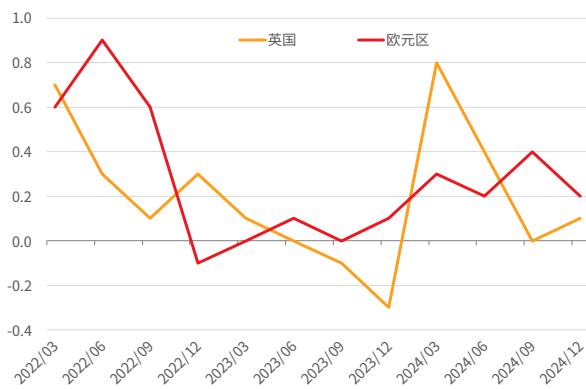
欧洲将加大投资，抵御外围不确定性



欧元区和英国经济在 2025 年初轻微扩张。根据 2025 年初的采购经理指数，欧元区经济活动维持弱复苏态势，主要受服务业的带动。欧元区成员国中，西班牙表现相对较好，但法国经济活动持续萎缩，拖累了欧元区整体表现。虽然区域内的货币政策逐步放宽，降低了企业和家庭的借贷成本，但欧元区整体信贷增长仍显乏力。然而，工资增长可为内需回升提供支持。英国方面，经济活动延续温和扩张，服务业仍是主要增长动力，制造业则维持收缩。

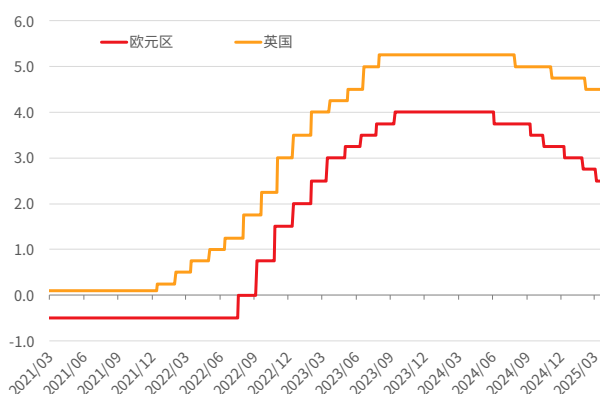
经济下行风险将促使欧洲央行和英国央行进一步降息。欧元区通胀呈稳步放缓趋势，显示该区域短期价格上涨的压力保持温和。随着抗通胀持续取得进展，加上经济下行风险增加，欧洲央行继续下调利率，并于 2025 年 3 月 5 日宣布此轮周期的第六次降息，把政策利率下调 25 个基点至 2.5%。虽然欧洲央行在会后声明强调，货币环境已明显不再具有限制性，但考虑欧元区在通胀压力受控、增长动力渐趋缓和和美国关税政策等发展，我们预计欧洲央行未来仍会进一步降息，但其步伐将可能有所调整。对比欧元区，英国物价呈现较大黏性，近期通胀走势更有所反复，主要受交通和食品价格上涨，以及以往工资较快增长仍可能传导至消费物价之上。不过，英国央行亦于 2025 年 2 月进一步降息 25 个基点至 4.5%，同时下调了经济增长预测。由于目前利率水平依然较高，我们预计英国央行将继续减息，以避免对经济造成过大的压力。

欧元区及英国 GDP 季度环比增长 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 20 日

欧元区及英国政策利率 (%)



数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 20 日

欧洲经济正面临巨大的贸易政策不确定性。2025 年 3 月 12 日起, 美国对所有进口钢铁和铝产品加征 25% 关税, 料直接影响价值约 260 亿欧元的欧盟出口。欧盟亦宣布分两阶段实

施反制措施: 将在 4 月 1 日对 80 亿欧元的美国商品加征关税, 并在 4 月中旬再对另外 180 亿欧元的美国商品加征关税。此外, 欧洲可能面临更多特朗普政府的关税措施, 特别是美国一旦向所有贸易伙伴开征对等关税, 欧洲经济将难免受到波及。欧洲多国领导人决定大规模提高国防开支和投资。2025 年 3 月初, 欧盟委员会主席冯德莱恩宣布总额达 8,000 亿欧元的“重新武装欧洲计划”, 包括: 向成员国提供 1,500 亿欧元的国防贷款, 并提出国防开支应不受欧盟公共开支规则的限制, 以及为成员国提供 6,500 亿欧元的财政空间。德国亦建议大幅改变其财政措施, 提出建立基础设施基金、豁免超额国防开支不受债务煞车机制的限制, 并为各州政府提供额外财政空间。即使以上倡议一度带动欧洲国债收益率上升, 但公共投资大幅增加是欧洲重大决策转变, 料可进一步提振市场气氛、拉动私人投资, 并有助抵消美国贸易政策所带来的冲击。|

亚洲经济展望

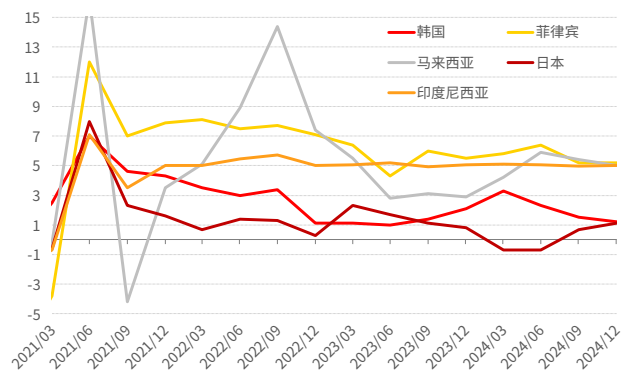
美国贸易政策或将对亚洲经济带来明显不确定性



2024 年底亚洲经济保持韧性。在美国新一届政府就任前，亚洲大部分经济体于去年底大致维持良好态势，如：2024 年第四季度日本经济受益于国民收入上升及政府推出财政刺激政策；中国台湾则持续受到人工智能等投资需求的强劲推动；越南增长率更达 7.5% 以上，新加坡、马来西亚、印度尼西亚及菲律宾等则延续约 5.0% 的经济增速，泰国经济亦重回 3% 以上水平。同样，2025 年初商业调查显示亚洲制造业活动保持扩张，生产及新订单指数显示供需状况回升，显示亚洲制造业尚未显著受到美国首阶段关税措施的影响。

美国贸易政策具高度不确定性。目前，美国首阶段实施的关税涉及中国、加拿大和墨西哥，商品种类包括钢铁和铝制品等，尚未对亚洲大部分出口造成直接打击。然而美国正对其贸易政策进行全面评估，评估结果料将于第二季度公布，预期将会推出更多关税及贸易限制措施，例如对所有进口商品实施全面关税、推行对等关税、针对部分经济体和产品征收关税，进一步对中国加征关税，甚至要求其他经济体一同向中国加征关税等。美国对越南、台湾、日本、韩国和泰国等亚洲多个经济体持续录得庞大的贸易逆差，若美国直接对亚洲经济体加征关税，或进一步提高对中国的关税税率，甚至在东盟等地加工的中国商品亦要加征关税的话，势将为亚洲制造和出口企业，以至部分供应链及投资带来显著不稳定性，故需要密切关注未来的事态发展。

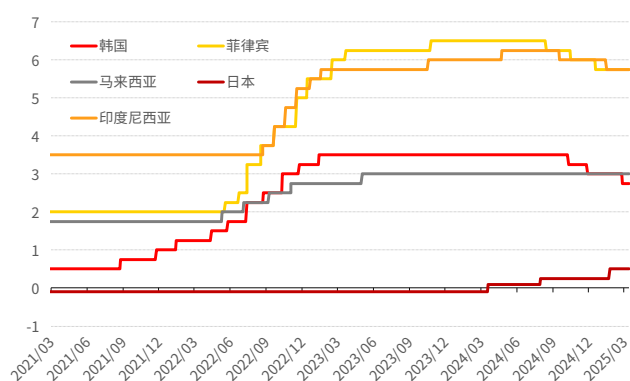
亚洲经济体的国内生产总值同比增长 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 20 日

日本与其他亚洲国家的货币政策分歧料将持续。在实施多年负利率政策后，日本央行对实现通胀目标的信心增强。日本通胀在近月持续升温，加上工资保持稳健增长，日本央行上调了 2025 财年的通胀预测至 2.5%，支持该行进一步缓慢上调政策利率。另一方面，韩国、印度尼西亚及泰国等央行在今年第一季度则宣布下调政策利率，以提振经济。面对美国贸易政策的高度不确定和全球经济增长前景趋缓，预期大部分亚洲央行仍将倾向采取宽松货币政策，但具体的降息步伐和时间则将取决于美联储利率走势、亚洲货币汇率表现及本地的经济和通胀情况。

亚洲经济体的政策利率 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 20 日

亚洲经济或需要更多的政策支持。美国贸易政策转向难免会对亚洲地区的制造、投资和出口构成压力，而亚洲国家的货币政策弹性亦可能受制于汇率和资金流向等因素。因此，亚洲地区或需通过增强财政力度促进居民消费、加大对基建、设备及科技投资提升生产力，从而推动内部消费及投资。 |

中国经济展望

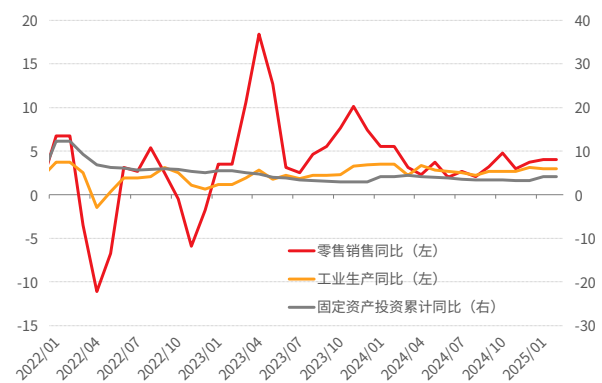
2025 年中国经济实现良好开局



2025 年初中国经济进一步回升向好。在宏观政策持续发力和内部需求稳固的带动下，中国经济在 2025 年前两个月延续增长势头，零售销售、工业生产和固定资产投资增长均超出预期。其中，工业生产继续成为经济增长的主要动力，前两个月同比增长 5.9%，特别是高科技产业取得突破，刺激设备更新和科技转型等需求。零售销售总额自去年 11 月起加快复苏，今年前两个月同比上升 4%，优于去年全年 3.5% 表现。另外，固定资产投资从去年全年增长 3.2% 加快至今年前两个月同比增长 4.1%，主要受制造业及基建投资快速增长的带动。

房地产市场逐步回稳。商品住宅销售额从去年 17.6% 跌幅明显收窄至今年前两个月同比下跌 0.4%。中国将进一步推动房地产市场止跌回稳，通过因城施策、减少限制性措施、推动城中村改造、为地方政府收购存量商品房提供更大自主权、扩大保障性住房再贷款使用范围等措施，以释放住房需求潜力并为市场注入新动力。

中国国民经济数据走势 (%)

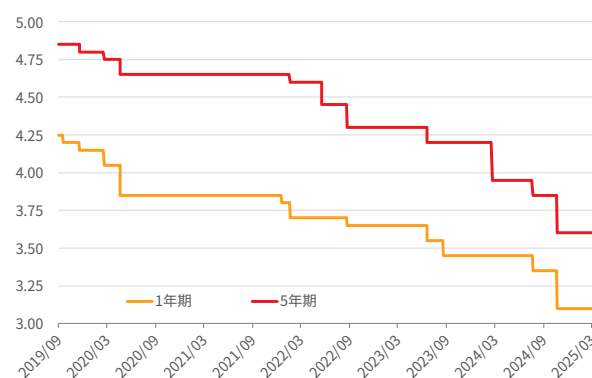


数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 20 日

外围环境仍具高度不确定性。2025 年 2 月以来，美国新政府累计对中国进口商品加征 20% 关税，并对所有钢铝进口征收 25% 关税。中国亦作出反制措施，包括对美国能源和农产品加征 10% 至 15% 关税、对部分关键金属实施出口管制措施、以及将部分美国企业纳入不可靠实体名单等。美国对中国贸易关系的评估结果将于第二季度初公布，并不排除推出更多关税或其他贸易限制措施。外贸政策不确定性上升，将持续对中国出口制造业形成扰动。不过，中美拥有共同利益和合作空间，双方可能开展贸易谈判，让中美关系从分歧中取得新的平衡。

中国管理层推出更有力的政策措施提振内需。今年政府工作报告将经济增长目标设定在 5% 左右，同时将实施更积极有为的财政政策及适度宽松的货币政策，包括将财政赤字率从 3% 上调至 4%、增加发行地方专项债 5,000 亿至 4.4 万亿元人民币、增发超长期特别国债 3,000 亿至 1.3 万亿、以及适时降息降准等，以推动经济稳步扩张。值得注意的是，全方位扩大内需是今年首要工作任务，近期推出的 30 条“促消费”政策，涵盖增加城乡居民收入、保障消费能力、推动服务消费、以至促进大宗消费更新等多个方面，其中消费品以旧换新的覆盖范围持续扩大，补贴规模提升 1 倍至 3,000 亿元。在出口放缓背景下，预计内需将转趋稳固，并成为今年经济增长的核心引擎。 |

中国贷款市场报价利率 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 20 日

中国香港经济展望

2025 年初或将继续保持平稳增长

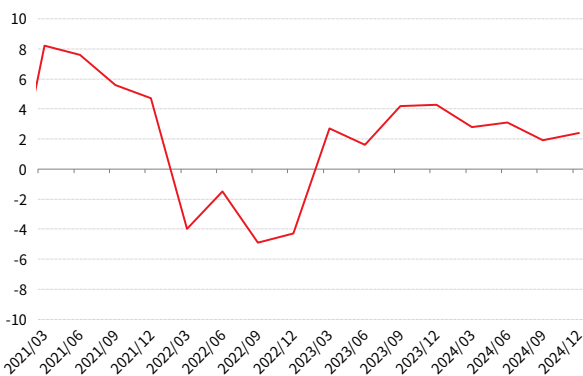


继 2024 年中国香港经济受净出口推动实现 2.5% 温和增长后，我们预期 2025 年初仍将保持平稳增长。即使香港经济前景仍将受到美国新政府的贸易政策和其他限制所带来的不确定性困扰，但多项正面因素有助抵消外围不确定性的部分影响。其中包括，中国内地加大政策支持，经济有望平稳发展；新一轮内地创新科技热潮深受投资者追捧，推动股市回升；全球利率进一步向下；香港特区政府《财政预算案》提出多方面强化经济竞争力措施，以及香港经济基本面稳定等，香港特区政府预计 2025 年经济增长将达 2% 至 3% 之间。

香港特区政府的《财政预算案》对未来的发展提出了全面计划，包括开拓经济新增长点和提升优势产业，不单投放大量资源于北部都会区和创新科技领域的发展，亦进一步推进人民币国际化及粤港澳大湾区建设等措施，以加强香港的长期经济竞争力。同时，香港特区政府提出强化财政整合计划，将严控开支增长，减少经常性开支，并通过扩大收入来源和增加发债来提高财政收入，有序实现财政整合。

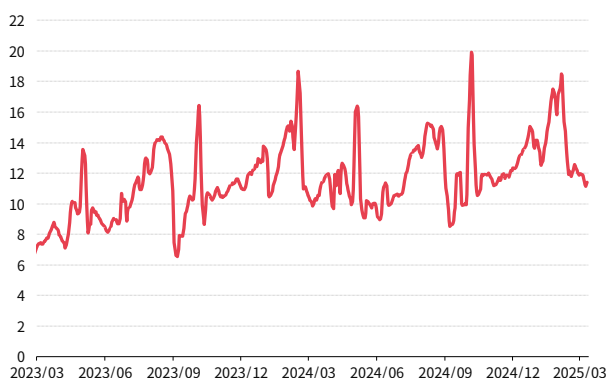
2025 年旅游业料将进一步复苏。香港旅游发展局预测今年访港旅客人次将达到 4,900 万，较 2024 年的 4,450 万增加 10%。最新落成启用的启德体育园是香港最大的体育基础设施，提供可容纳 50,000 人的体育活动场地。此外，香港将陆续举办一系列盛事活动，有助提升香港作为首选旅游目的地的吸引力，旅游业料可成为推动今年香港经济增长的一大动力。

香港实际 GDP 增长 (%)



数据来源：香港政府统计处，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 20 日

每日入境访港旅客（万人次，7天移动平均）

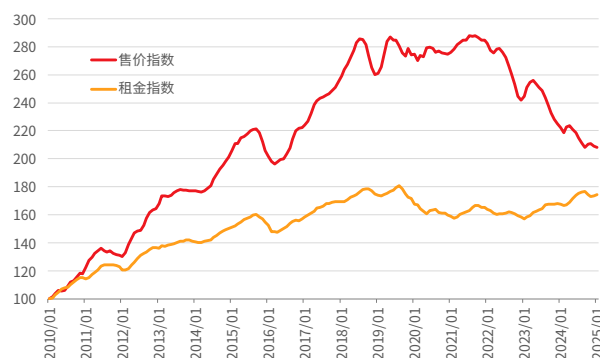


数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 20 日

香港股票市场逐步回稳走强。自 2024 年 9 月中国内地管理层持续加大政策力度, 强调稳经济、促消费及促进资产市场回稳, 市场逐渐看好中国经济前景, 并提振了对香港股市的信心。2025 年 1 月下旬, 中国人工智能企业深度求索 (DeepSeek) 发布新一代人工智能系统, 其技术突破大大提升了市场对中国经济高质量发展的信心, 进一步刺激南向资金流入和海外资金回流, 令港股市场表现转好, 随着金融市场表现活跃及财富效应出现, 料将支持香港经济表现。

楼市方面, 住宅价格在低位整固, 租金指数则因人才流入和就业市场稳定而持续上升。在租金稳步向上、政策支持和全球降息周期延续的情况下, 有望带动按揭利率回落, 预期香港楼市有望逐步筑底回稳。

香港住宅售价及租金指数



数据来源: 差饷物业估价署, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 20 日

第三部分

全球股市篇



我们在上一季度中曾分析过，美国总统特朗普在上一届任期的第一年，美股表现强劲，欧洲及亚太区股市均显著走高，预计与今年各股市走势将有类似趋势。当时通过七个不同角度，包括财政赤字、降息路径、企业盈利等，预测了在共和党掌控总统和参众议院的“红色浪潮”下，美股各板块在今年的走势。结果显示，医疗护理、非必需品、科技、原材料和工业板块表现料将较好。

我们当时预测标普 500 指数在今年第一季度的目标水平约 6,200 点，但潜在的下跌幅度近一成。至于欧洲市场，德、法及英国股市在特朗普执政第一年料将表现不俗，但通胀恶化及持续降息对股市造成不利影响。同时须注意欧斯托克 50 指数中，各行业的盈利预测分歧较大，暗示各行业走势料将分化。过去预测与如今结果大致相若。

进入第二季度，全球资金流向反映出特朗普就职后市场避险情绪升温，投资风险来源反而来自于美股。基本面分析显示，指数表现出现分化，但行业分类指数表现显示美股整体走势并未转弱，近期指数出现调整主要是资金在行业间的快速轮动影响，导致部分权重股承压。年内各行业的季度盈利预测未受近期指数调整影响，下半年美股整体有可能出现反弹。

然而，股票风险溢价近 10 年来首次出现负值，对美股走势不利。传统上，原油与黄金价格比例下降，往往暗示美国经济衰退的概率增加，同样不利美股。若滞胀出现，美股将变得较为波动，虽然目前出现概率仍偏低，但未雨绸缪为上策。特朗普执政百日对美股影响并不大，但以多元分散投资应对未来市场的不确定性，较过去更重要。

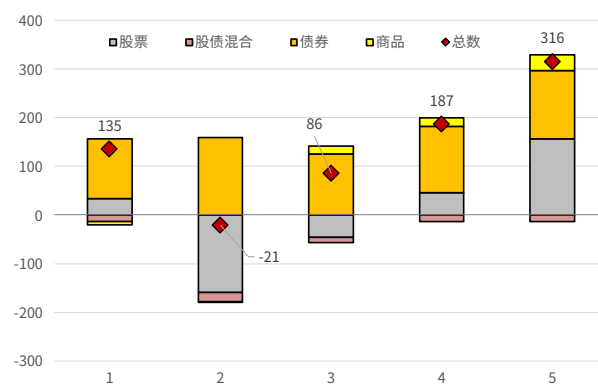
资金流向：引发美股波动的重要因素

截至 3 月 11 日，标普 500 指数及纳指 100 年内下跌近 5% 及 10%，反映出特朗普在内政及外交策略所造成的不确定性影响正对美股构成压力，甚至有波及到其他股市的迹象，例如日股年内下跌近 9%。

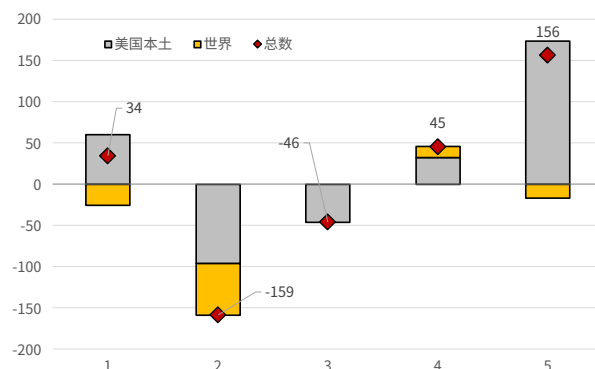
我们在前文中分析，短期内在美国民意支持下，特朗普的政策或将加剧全球不稳定性，刺激股市波动。我们预计在特朗普执政第一年，美股或将大幅波动中走高。回顾去年 7 月美股各指数的走势，当时我们预测美股将有约 10% 的调整，而非头向下的逆转走势，与目前市况相当吻合。因此，目前是分段吸纳优质股票，并持有到至少下半年的好时机。

特朗普就职后的全球资金流向，反映出投资者心态发生变化。根据美国投资公司协会 (ICI) 提供的自今年 1 月 29 日至 2 月 26 日 (共 5 周) 的所有美国注册基金资金流数据显示，期间共有 703 亿 (美元，下同) 流入，当中债券基金净流入占比高达 98%，商品基金及股票基金分别录得 8% 及 4% 的流入，股债混合基金则有 10% 净流出。数据显示，特朗普回归令全球不确定性上升，投资者普遍采用避险策略。

美国注册基金每周资金流向：所有类别 (亿美元)



美国注册基金每周资金流向：股票 (亿美元)



数据来源：美国投资公司协会，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 1 月 29 日至 2 月 26 日

股票基金的资金流呈现“先低后高”走势，期内前三周累计流出 171 亿，但最后两周却录得 202 亿流入，最终净流入约 31 亿。从股票基金内的“美国本土”及“世界”分类数据来看，结果显示主要波动来自美股。美股基金在前 3 周录得 83 亿

流出，但随后两周出现大幅逆转，净流入 206 亿。上述数据显示，股票的波动性在所有资产类别中最大，而美股更是全球股市波动的核心。

基本面分析：美股下半年或出现反弹

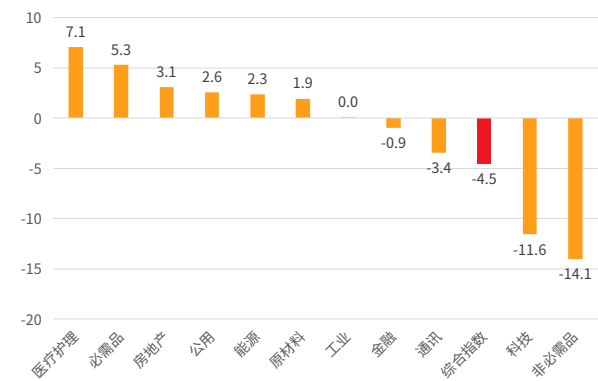
根据上季对标普 500 指数的预测，指数料升至 6,178 点后遇阻力。根据第一季度每股盈利增长及近 3 年平均预测市盈率推算，上季的潜在跌幅料有将近已成，回调的目标水平应为 5,420 点，当时曾呼吁投资者应留意风险管理。

反映科技股等权重较高的板块对指数走势有一定程度的影响。纳指 100 同期跌 7.5%，进一步证明科技股弱势正拖累美股整体表现。至于追踪科技股中最大影响力的 7 支科技巨头的“美股七雄”指数，跌幅更高达 15.5%，结果进一步解释科技股是此次下跌的重要动力源。

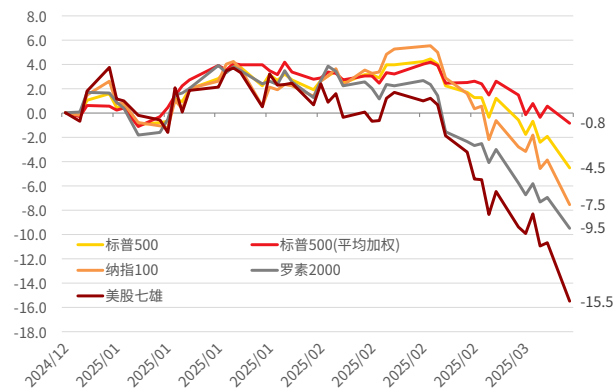
特朗普就职后，华尔街多位市场专家皆忧虑美股估值偏高，任何突发事件都有可能引发市场调整。截至 3 月 11 日，美股各主要指数年内皆录得跌幅，而各指数及行业表现的差异，正反映出当前市场的弱势状态。

标普 500 各行业指数之年内表现 (%)

美股各主要股票指数年内表现 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 11 日

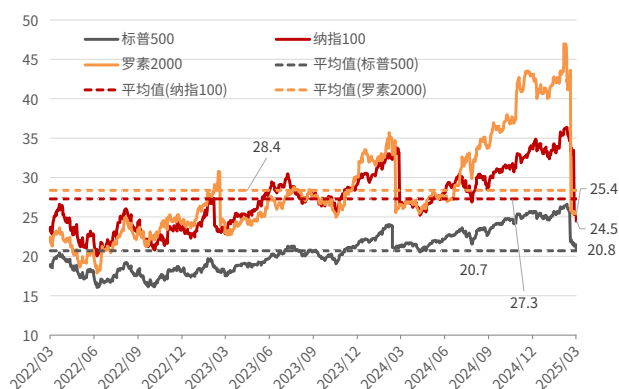


数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 11 日

比较代表大型企业的标普 500 指数及代表中小企业的罗素 2000 指数，年内表现分别报负 4.5% 及负 9.5%，结果显示在目前不确定市况下，资金偏爱大型企业。另外，标普 500 综合指数与其平均加权指数的表现分别报负 4.5% 及 0.8%，

观察标普 500 行业分类指数的年内表现，11 项行业分类指数中，只有科技及非必需品两项的表现跑输综合指数，显示此次跌势集中在特定板块。有 7 项行业分类录得正回报，意味美股并非全面下跌。回顾上季分析，医疗护理、原材料及工业行业或将受惠于特朗普的政策，如今表现更胜其他行业实属意料之内。此次结果显示，美股近期的调整与行业间资金轮动有关，而不是美股整体走势转弱。

美股各主要股票指数之预测市盈率及其过去 3 年平均值 (倍)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 10 日

去年美股屡创新高, 导致市场普遍认为近期的跌市主因估值偏高。然而, 分析过去 3 年标普 500 指数、纳指 100 及罗素 2000 指数的预测市盈率变化, 三项指数现分别为 20.8 倍、

24.5 倍及 25.4 倍, 各较高位下跌约 22%、33% 及 46%。其中, 纳指 100 及罗素 2000 指数较过去 3 年均值低 10% 及 11%, 而标普 500 指数则与 3 年均值 10.8 倍相若。随着近期调整后, 估值偏高已不复存在, 各指数的估值已回归至相对合理的范围。

近期的调整会否令各分析师调整对标普 500 指数及其行业分类指数的盈利预测? 以今年第一季度与去年第四季度的盈利预测相比, 只有非必需品行业出现轻微下调, 其余行业的盈利预测均没有改变。结果显示, 虽然特朗普的政策引发美国经济不确定性, 但都没有改变全球分析师对美股今年盈利的信心, 尤其是下半年料盈利出现两位数增长的行业数量明显增加。综合而言, 本季美股料仍将承压, 但在盈利增长带动下, 美股在下半年或出现明显反弹。整体数据表列如下:

分析员在今年第 1 季对标普 500 指数各季的盈利预测 (%)						与去年第 4 季的变化比较 (%)					
指数	第一季	第二季	第三季	第四季	平均	指数	第一季	第二季	第三季	第四季	平均
综合指数	6.50	10.19	13.52	11.86	10.52	综合指数	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
行业	第一季	第二季	第三季	第四季	平均	行业	第一季	第二季	第三季	第四季	平均
科技	14.53	18.82	29.87	17.90	20.28	科技	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
医疗护理	35.76	9.99	13.17	16.42	18.84	医疗护理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
工业	2.38	4.82	22.27	22.32	12.95	工业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
通讯	5.71	30.17	4.43	6.63	11.74	通讯	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融	0.01	8.48	9.93	4.53	5.74	金融	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公用	7.62	3.41	0.82	10.59	5.61	公用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
物料	-11.80	-0.85	13.04	18.39	4.70	物料	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非必需品	-0.53	2.77	6.67	6.40	3.83	非必需品	0.02	-0.07	-0.06	-0.07	-0.04
房地产	1.83	3.32	7.98	1.75	3.72	房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
能源	-12.17	-7.53	10.06	19.63	2.50	能源	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
必需品	-7.32	1.80	3.28	5.75	0.88	必需品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 10 日



标普 500 指数走势预测方面，根据未来四个季度指数的盈利增长预测，取其平均值及最高值作为目标，并以截至 3 月 18 日的每股盈利约 246.26 美元为基础，推算未来的每股盈利，再以近 1 年及 3 年的平均预测市盈率 23.47 及 20.69 倍来推算，得出本季标普 500 指数的波动区间介乎 6,544 点至 5,638 点，高低波幅相差近 900 点与未来不确定性料将较高有关。

此外，套用今年第二季度每股盈利增长预期 10.19% 及近 3 年平均预测市盈率再计算一次，其目标水平应为 5,614 点，较 3 月 18 日收市报约 5,675 点只差 61 点，料此水平是标普

500 指数的技术支持位置。因此，我们预期经过此次调整后，美股料较大机会将再现升浪，但投资者仍应注意期间的风险管理。

从基本分析显示，美股调整有其必要性，但未有扭转整体向好的势头。参考特朗普上届的经验，相信他最终都能平息内政及外交的纷争，美国经济放缓只是暂时性的。配合行业资金轮动及盈利预测等分析，我们预期美股在下半年将出现反弹，二季度若出现调整，将是吸纳优质股票作中长线投资的好机会。|

情境分析：美国经济下滑成为市场焦点

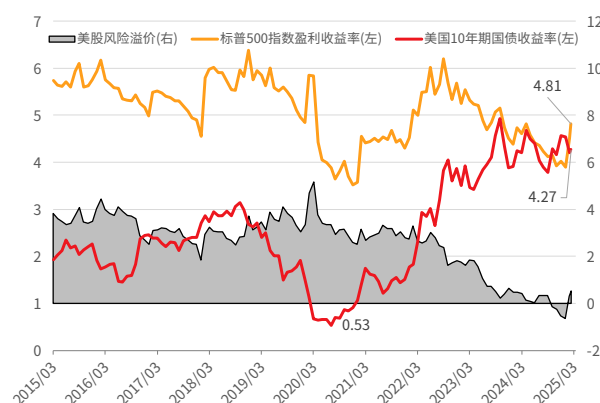
除了基本面分析，以下将通过风险溢价、原油与黄金价格比例及滞胀或“类滞胀”共3个不同情境进行分析，进一步推测美股走势。

■ 风险溢价：低溢价将不利美股

传统上，美国国债被视为无风险的资产。在此假设下，美国国债收益率便是无风险的回报。至于投资股票，其实是投资该公司的盈利能力，其中的股票收益率指一家公司每股盈利与当时股价的比例，意思是假定未来每年创造的盈利与过去相同，其收益率便是现价买入该股票的报酬。最后，把股票收益率减去国债收益率，差额便是投资于股票时需面对额外风险的补偿性回报，简称股票风险溢价。

以标普500指数代表美股，美国10年期国债代表无风险债券，以过去10年两者每月的收益率差额（即“股票风险溢价”）作分析。结果显示，美股收益率及美债收益率的平均值约5.1%及2.5%，即两者差额平均约2.6%。此数值可视为过去投资于美股须承受的额外风险，故需要约2.6%的额外回报以补偿需要承担的风险。期内，风险溢价在2020年3月曾达最高的5.2%，当时美债收益率低见0.53%。往后，风险溢价便持续下跌，直至去年10月，风险溢价首次出现负值，即投资于无风险美债的回报较有风险的美股更高，显示在考虑风险与回报后，投资者不宜投资美股，主因是当时指数的盈利增长率远远落后于屡创新高的标普500指数，令股票收益率下挫。截至3月12日，虽然风险溢价已回升至正数，但仅得0.54%，明显低于过去10年平均值，若未来有任何突发事件，例如特朗普政策带来的不确定性及经济增长放缓等，皆会引发资金撤出美股，转为流入美债以平衡总体收益率，这亦解释了上季美股因经济下滑忧虑而大幅回落的原因。根据标普500指数及其各行业分类的盈利增长预测，当指数经历一定程度的调整后，美股的股票风险溢价将有望逐步回升至10年平均值，届时美股走势才会逐步转稳。

美国股市及债市的收益率及其溢价 (%)



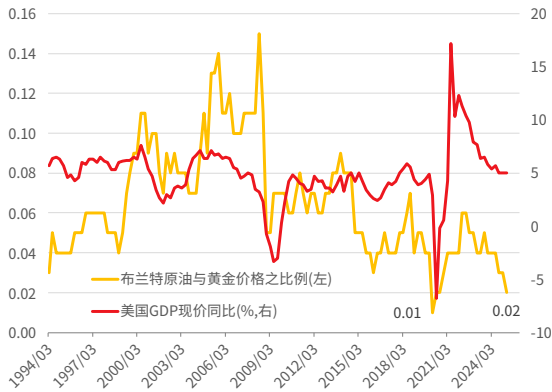
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2025年3月12日

■ 油金价格比例：比例下滑或压抑美股表现

原油与黄金价格的比例（以下简称“油金价格比例”）是一项传统的分析指标。一般来说，油价下跌源于供过于求，预示经济可能面临不景气。而没有利息兑付的黄金，当投资者愿意放弃利息而增持黄金，传统上与避险情绪升温有关。因此，当油金价格比例持续下滑时，通常意味投资者对未来投资的前景信心下降。

参考过去30年的季度数据，油金价格比例与美国GDP同比数据的相关系数高达70%，反映油金价格比例下跌时，美国经济出现下滑的概率较高。截至3月12日，油金价格比例为0.02，较过去30年最低点0.01，仅一步之遥，暗示美国GDP增长率短期内或将放缓。将此分析套用在标普500指数，油金价格比例与标普500指数的相关系数约58%。虽然不如与GDP数据那么明显，但仍属较高水平，显示油金价格比例下降可能为美股带来压力。

布伦特原油与黄金价格比例及美国 GDP 现价同比



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 12 日

为进一步分析油金价格比例下降对美股的影响, 先以 GDP 前 25 百分位分数 (即 3.6%) 作门槛, 共筛选出 7 个案例, 且全部都在千禧年后出现。再分析该 7 个案例其时的标普 500 指数表现, 结果显示总平均值是 0.0, 但标准偏差与峰谷值分别高见 11.1% 及 42.5%, 反映指数在大幅波动下回报持平。进一步将分析区间细分为“维持 4 个季度或以上”及“维持 4 个季度或以下”, 结果显示两者平均回报相若, 但后者的标准差与峰谷值明显较低, 显示油金价格比例下降维持时间越长, 市场波动率越高。

再收窄分析范围, 以上案例再加上油金价格比例中前 25 百分位分数 (即 0.04) 作门槛, 以便更切实反映当前状况, 符合所有条件的则仅有 2015 年及 2020 年。它们平均维持 5 个季度, 平均回报约 3.2%, 平均标准差及峰谷值分别约 11% 及 26.7%。与“维持 4 个季度或以上”的结果相近, 反映比例水平对美股的影响不大。

综合而言, 油金价格比例与美国经济走势相若, 现水平油金价格比例偏低, 暗示美国经济将趋向疲弱, 料将对美股构成压力。然而, 即使油金价格比例再走低, 其对美股带来的额外下行风险料有限。整体数据如下:

年份	指标 (%)				
	平均值	标准差	最大值	最小值	峰谷值
整体数据	0.0	11.1	20.0	-22.6	42.5
维持 4 个季度或以上之年份					
2001	-2.6	11.4	10.3	-15.0	25.3
2008	-1.7	12.8	15.2	-22.6	37.8
2015	1.5	4.5	6.5	-6.9	13.4
2020	5.0	17.4	20.0	-20.0	40.0
平均值	0.5	11.5	13.0	-16.1	29.1
维持 4 个季度以下之年份					
2011	-1.6	18.0	11.2	-14.3	25.5
2013	2.4	2.4	2.4	2.4	0.0
2014	1.3	1.3	1.3	1.3	0.0
平均值	0.7	7.2	4.9	-3.6	8.5

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 12 日

■ 滞胀风险: 未雨绸缪为上策

我们早在上季已进行分析, 特朗普就职后滞胀的风险将会增加, 将滞胀情形应用在标普 500 指数、纳指 100 及罗素 2000 指数作基础分析。滞胀案例的季度数据如下:

年份	经济数据 (%)		按季表现 (%)		
	CPI 同比	GDP 同比	标普 500 指数	纳指 100	罗素 2000 指数
1980 年第 2 季	14.4	-0.8	11.9	N/A	19.1
1980 年第 3 季	12.6	-1.6	9.8	N/A	21.7
1982 年第 1 季	6.8	-2.2	-8.6	N/A	-10.1
1982 年第 2 季	7.1	-1.0	-2.1	N/A	-2.3
1982 年第 3 季	5.0	-2.6	9.9	N/A	9.5
1982 年第 4 季	3.8	-1.4	16.8	N/A	25.5
1991 年第 1 季	4.9	-1.0	13.6	32.1	29.2
1991 年第 2 季	4.7	-0.5	-1.1	-4.0	-2.0
1991 年第 3 季	3.4	-0.1	4.5	13.1	7.7
2008 年第 4 季	0.1	-2.5	-22.6	-24.0	-26.5
2020 年第 2 季	0.6	-7.5	20.0	30.0	25.0
2020 年第 3 季	1.4	-1.4	8.5	12.4	4.6
2020 年第 4 季	1.4	-1.0	11.7	12.9	31.0
平均回报			5.6	10.3	10.2
标准差			11.6	19.4	17.2
峰谷值			42.5	56.1	57.5

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

12日由于数据所限，只能分析近40年数据。结果显示，滞胀曾在13个季度中出现，占总季度数约7%，反映历史上滞胀并不多见。在滞胀出现时，三大指数出现季度负回报占比分别为31%、15%及31%，反映滞胀亦非完全不利美股。平均回报方面，标普500指数约5.6%，纳指100及罗素2000指数却有近10%。历史数据反映，回报高，风险当然偏高，纳指100及罗素2000指数的标准差分别为高达两位数，而峰谷值更差不多接近60%，反映滞胀期间两大指数表现非常波动。标普500指数情况也同样如此，标准差及峰谷值分别约12%及43%，相比只有5%的平均回报，显示投资于标普500指数的性价比偏低。

前文中我们曾将符合“CPI同比除以GDP同比的比例高于1”及“联邦基金利率高于当时CPI同比”两项条件定义为“类滞胀”。在“类滞胀”的环境下，美股各指数表现差异颇大。三大指数的平均回报相若，都只是低个位数的涨跌。不过，纳指100的标准差明显高于另外两个指数。当“类滞胀”维持的季数越长，指数的波动普遍越大，只有罗素2000指数的标准差在维持季数上差距不大。峰谷值的分歧最大，纳指100整体上高达约71%，即使“类滞胀”最短季数的一次，峰谷值亦达20.3%，远高于标普500指数的6.7%。整体数据如下：

指标	期内表现 (%)		
	整体数据	最长案例	最短案例
标普 500 指数			
平均值	2.2	2.5	5.6
标准差	7.0	7.6	3.4
最大值	20.5	9.8	8.8
最小值	-15.0	-14.5	2.1
峰谷值	35.4	24.3	6.7
纳指 100			
平均值	2.6	2.0	5.8
标准差	13.6	12.3	8.4
最大值	35.0	13.3	20.3
最小值	-36.2	-25.7	0.0
峰谷值	71.1	39.0	20.3
罗素 2000 指数			
平均值	2.4	-0.8	7.2
标准差	9.4	10.1	7.4
最大值	23.8	7.3	16.7
最小值	-24.9	-24.9	0.0
峰谷值	48.8	32.2	16.7

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2025年3月12日

综合而言，不论滞胀或是“类滞胀”，对美股各指数的平均回报影响不如预期那么大，但标准差及峰谷值则偏高，显示在滞胀或是“类滞胀”时，各指数的波动率较高，反映当时投资者对信息变化非常敏感，导致资金流动迅速。特朗普的政策及全球多极化的影响下，美国经济或将出现放缓，加上关税令通胀高踞不下，滞胀的阴霾挥之不去，投资者应未雨绸缪，为未来可能出现滞胀的风险做好准备。|

当前市况下分散投资更显重要

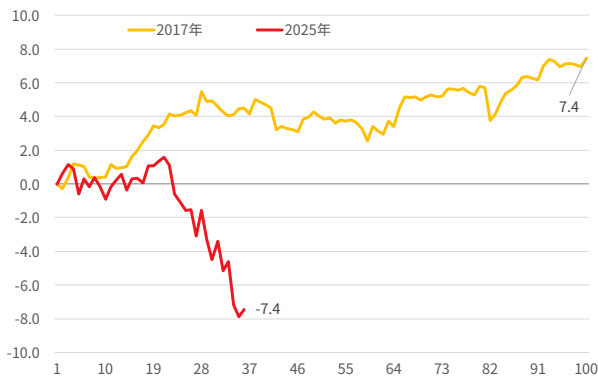
前文中我们从不同角度分析特朗普执政前 100 天，并与他上届执政时的做法比对，结果显示，各类资产或将出现较大波动。以特朗普上届执政前 100 天时，标普 500 指数、纳指 100 及罗素 200 指数的走势与此次执政前 100 天相比，各指数走势大相径庭。标普 500 指数和纳指 100 指数在特朗普执政后前 23 天，升幅大致与上届同步，但走势及后急转直下，转折点是中国人工智能公司 DeepSeek（深度求索）横空出世，提供效能强大且廉价的大型语言模型，引发去年美股领头羊的“美股七雄”指数急挫，加上炒作特朗普的大刀阔斧削减政府开支等政策可能触发经济衰退，三大指数表现急转直下。

虽然上届数据对本届走势的参考性或并不高，但仔细分析今天拖累美股走势的因素，包括炒作因贸易战导致美国经济衰退或滞胀，只是美国经济数据至今未见大幅走弱。至于“美股七雄”的下跌，相信或与估值偏高及过于乐观的盈利预测有关。

最后，我们认为美股只属短期调整而非走势逆转，特朗普执政初期美股出现大波动在预期之内，因此未来股票组合中多元分散配置将非常重要。

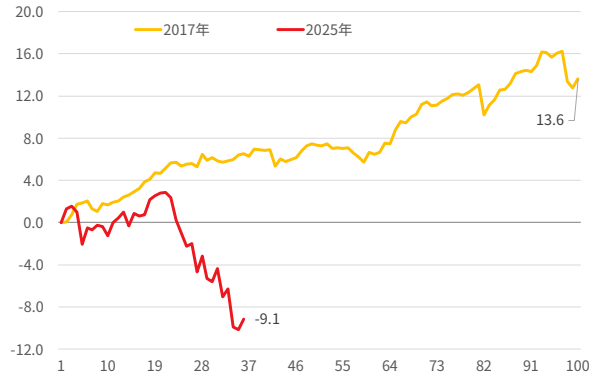
特朗普上一任期及本任期前 100 个交易日的指数表现：

标普 500 指数 (%)

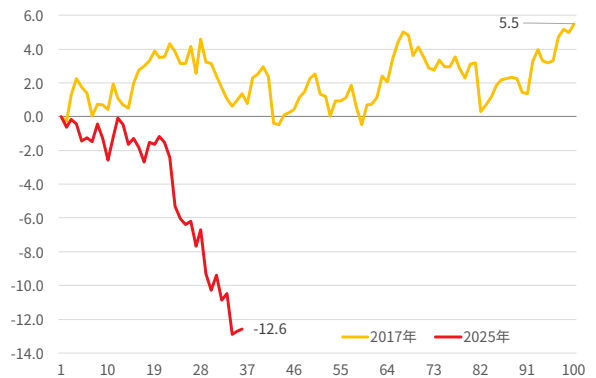


特朗普上一任期及本任期前 100 个交易日的指数表现：纳指 100 (%)

特朗普上一任期及本任期前 100 个交易日的指数表现：罗素 2000 指数 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2017 年 1 月 20 日至 6 月 11 日及 2025 年 1 月 20 日至 3 月 12 日



A 股与港股展望：或仍有上行空间

我们在上一季度中曾提到，A 股与港股即使面对美国新任总统特朗普加征关税的挑战，但最终也可安然无恙，恒生指数的估值修复行情可望延续。如今回顾，结果可谓有过之而无不及，尤其是港股，其在过去 3 个月的涨势较预期来得更强劲，年初订下的 2025 年恒指目标已提前达标。

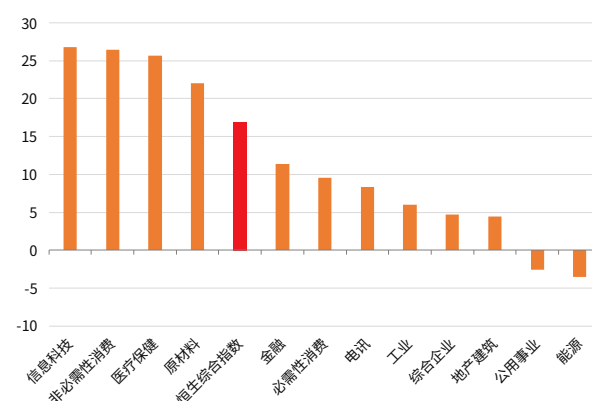
今年 1 月上旬，特朗普就曾预告将于就职后对中国进口商品加征关税，加上美国国防部将多家中国企业列入“涉军企业”黑名单，一度对市场风险偏好造成扰动，拖累恒生指数下跌至 18,671 点，为一季度最低点。不过，随后国家发改委意外提前推出新一轮消费品“以旧换新”政策，中国证监会亦发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，在一系列政策刺激下，港股展开绝地反击，恒指在短短两周内成功收复 20,000 点大关。

到了 2 月初，特朗普落实向中国货品加征 10% 关税，但幅度尚算温和，未对大市造成重大冲击。更关键的是，国内初创科技企业深度求索（DeepSeek）强势崛起，其主打的开源、低训练成本和高效能的人工智能（AI）大模型，瞬间颠覆全球对 AI 的传统认知。市场预期中国 AI 应用的渗透率有望迅速提升，触发全球资金从美国科技股大举转投中资 AI 概念股。此外，中央在两会期间不仅在财政和货币政策层面兑现了市场就扩内需、稳增长的期望外，更高调支持科创和 AI 产业发展。在权重科技股带动下，恒生指数在 2 月上旬至 3 月中旬的表现势不可挡，最大升幅达 33%，并一度触及 3 年新高 24,874 点。由于缺乏重磅科网股领头，中国 A 股期内表现较港股略逊一筹，截至 3 月 27 日，恒生指数及沪深 300 指数在一季度的回报分别为 17.5% 及负 0.1%。

港股板块表现方面，恒生综合指数内的信息科技、非必需消费及原材料均录得超过两成的升幅，跑赢指数 5 至 10 个百分点不等。而公用事业及能源则逆市走低，分别下跌近 3% 至约 4%。至于上季建议重点关注的板块，其中评为“看好”的内需消费股表现整体不俗，尤其是智能手机及新能源车股；同样评为“看好”的公用事业股虽录得升幅，但表现不及增长型股亮眼；评为“审慎乐观”的互联网平台则属 AI 热潮下

的大赢家，多只股票均收获超额回报；同样评为“审慎乐观”的香港本地及国际金融板块亦成功跑赢大市。

2025 年第 1 季度恒生综合指数各行业表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 27 日

政策不遗余力推动科创，AI 企业加速变现可期

随着 DeepSeek 大模型横空出世，凭借其开源、低成本、高效能的独特优势，引发全球投资者重新关注中国 AI 产业链的投资价值，带动半导体、大模型开发、云计算、数据中心、互联网平台等相关股票价值重估。年初至今（截至 3 月 27 日）港股市场气势如虹，尤其是恒生科技指数大幅上涨 25%，AI 概念股贡献功不可没。尽管个别股票因技术性超买出现短期调整，但从中期来看，我们对中国 AI 相关科技企业维持乐观看法，主要基于宏观政策和企业层面的多重利好。

宏观政策方面，今年中央《政府工作报告》提出大力推动创新科技产业发展，支持 AI 大模型广泛应用，加速开拓 AI 手机和计算机、AI 机器人、智能网联新能源车、具身智能等领域。更关键的是，“科技”一词在报告中出现 29 次，为历年最多，仅次于“消费”的 32 次，凸显高科技及 AI 发展的策略优先地位。人大记者会期间，发改委和人民银行等部门亦公布了一系列便利科创企业的融资措施，包括设立规模达 1 万亿人民币的创投引导基金、新增债券市场的科技板等，并鼓励国内优质科技企业来港上市。可以预期，中央将继续不遗余力引导民间和海外资本进入新兴高科技产业，加大对关键技术研发投入，加快释放科创企业的潜在价值。此外，2 月份中央曾召开一场高规格的民营企业座谈会，多位来自半导体、通讯、

AI 大模型开发、新能源车、机器人等新兴行业的民营龙头企业创办人均获邀出席，即使会后未有透露具体细节内容，但无疑向市场释放出科技龙头民企已获得中央领导层高度认可的强烈信号。展望未来数月，我们认为各地方政府将陆续发布关于 AI 产业的具体行动方案，重点欧焦于芯片研发、算力建设、AI 应用落地等范畴，若相关预算补助金额或计划进度目标设定得更加进取，将进一步推动科技板块估值修复行情。

企业层面来说，自 DeepSeek 开源基础大模型面世后，国内不少云计算企业宣布接入，个别公司更因此大举强化其自研大模型，在训练和推理成本大幅降低下，AI 应用范畴可望趋向普及化，有助提升相关科技企业的变现能力。在刚过去的企业全年业绩发布期间，市场对科网股的关注点已由季度营收、盈利或股票回购指引等传统指标，转向企业未来在 AI 领域的资本开支、大模型更新迭代、应用层面、商业化模式等。多家科网龙头企业在业绩发布会上不仅提及加大 AI 相关的资本投资外，也详尽描绘出 AI 的潜在应用场景，例如电商、视频直播、社交媒体、智能驾驶、手机计算机、机器人等等。虽然在庞大投资期初段，科技企业难免会面临利润率受压、现金流消耗，以及派息和股份回购的增长空间受限等问题，但参考过去两年美股市场的经验，投资者更倾向在早期阶段押注在 AI 军备竞赛中愿意大举投入，和能够描绘出长远增长轨迹的企业。在估值倍数膨胀驱动下，该类股票表现一枝独秀，反而偏重自由现金流、股东回报等指标的股票，则相形见拙。

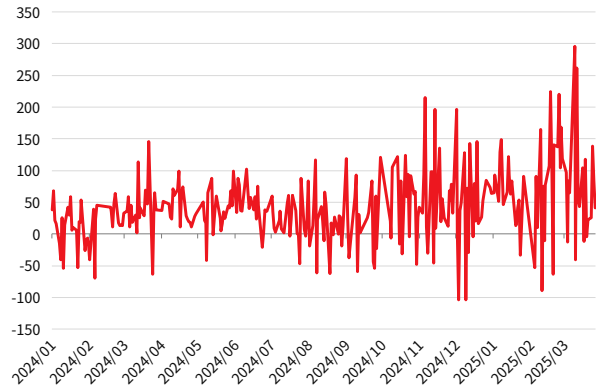
过去两个月中资 AI 概念股票已累积不少升幅，短线出现回调整固不足为奇，但按估值而论，目前恒生科技指数的未来 12 个月预测市盈率仅为 18.6 倍，仍远低于自 2020 年指数推出以来的平均值 31 倍，若跟美股纳斯达克 100 指数的估值比较，更有约 30% 折让，幅度远高于过去 5 年平均值。更重要的是，由于港股较 A 股有更多的龙头科技股，刺激南向资金通过“港股通”流入港股市场，截至 3 月 27 日，年内“港股通”的日均净流入 78 亿港元，较去年日均净流入急增 1.2 倍。因此，我们认为本轮 AI 估值重估行情将延续，年内有望再创高峰。在整个产业链中，我们较看好大型云企业、软件应用、智能驾驶供应链、智能手机供应链等细分领域。

恒生科技指数和纳斯达克 100 指数未来 12 个月市盈率（倍）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 27 日

港股过去 1 年资金流情况（亿港元）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 27 日

政策行情或告一段落，企业盈利有望接棒

备受瞩目的全国两会已于 3 月召开，中央政府工作报告为今年订下“5% 左右”的经济增长目标，虽无太大惊喜，但至少给予市场一颗定心丸。此外，中央财政扩张幅度不温不火，赤字率目标上调至 4% 属预期之内，但特别国债（1.8 万亿人民币）和地方专项债（4.4 万亿人民币）新增额度则不如预期般进取，显示中央决策层谋定而后动的态度。由于国内今年开局的经济状况展现出较强韧性，加上美国对华施加的关税力度暂不算太大，故预期短期内财政刺激措施进一步加码的空间有限，意味着自 2024 年初起支撑 A 股与港股估值修复的政策行情或告一段落。后续市况将更取决于企业的基本因素，包括销售、盈利改善幅度及持续性，尤其是银行、非必需消费、信息科技等权重板块，如能在今年首季度的业绩继续报喜，可望带动恒指盈利预测进一步上调，为港股后续上行提供动能。

从风险角度出发，假如特朗普政府在今季进一步上调中国商品关税至 30% 以上，有可能令中国经济重新面临下行风险，甚至导致股市出现抛售，但届时中央政府或有更大决心加码推出宽松政策，不排除动用更多财政或货币政策去稳住内需增长，且可能引导中长期国家队资金入市，反而为 A 股与港股创造另一轮趁低吸纳的良机。

	2024 年 4 月 19 日至 2024 年 5 月 20 日	2024 年 8 月 5 日至 2024 年 10 月 7 日	2025 年 1 月 13 日至 2025 年 3 月 19 日
恒生指数变化	16,224 点 → 19,636 点	16,698 点 → 23,099 点	18,874 点 → 24,771 点
期内变幅	+21%	+38.3%	+31.2%
恒指 2025 年 盈利预测变化	2,178 港元 → 2,160 港元	2,185 港元 → 2,232 港元	2,183 港元 → 2,246 港元
期内变幅	持平	+2.2%	+2.9%
恒指未来 12 个月 预测市盈率变化	8.0 倍 → 9.7 倍	8.2 倍 → 11.0 倍	9.1 倍 → 12.1 倍
期内变幅	+21.2%	+34.1%	+33.0%

■ 刺激消费政策重点转向，服务及必需消费股可看高一线

在产业政策方面，政府工作报告重点着墨有关大力提振居民消费，与去年相比，今年的实施方式略有调整。具体而言，今年消费品“以旧换新”的补助范围扩大至电子产品，整体补贴规模亦增加至全年 3,000 亿人民币，高于去年的 1,500 亿人民币。不过，去年的政策期仅自 9 月至 12 月，故若以每月平均补助额计算，今年不升反降，显示中央在一次性直接补贴居民消费政策方面略有收紧。反之，今年更强调多渠道提升居民收入，包括公务员加薪、提高医保及养老金支付、增加育儿补贴等。此外，政府亦加强对服务式消费的支持与积极拓展消费场景，如健康经济、冰雪经济、文旅和餐饮消费等领域。

无可否认，这类措施长远有助提振居民消费信心，并减少提前透支购买力的风险。不过，对于偏重依赖一次性直接补贴的家电和汽车等企业，则未必可获得额外边际效益，未来数季的销售增长或逐步放缓。因此，我们认为上述扩大内需的措施对整体大市或消费行业股票的影响仅为轻微利好。在消费板块中可基于 3 个标准选股：1) 较受惠城乡居民收入提升；2) 收入以服务型消费为主；3) 估值处于或低于历史平均值。综观而言，我们较看好旅游、乳品、饮料、啤酒、服饰等细分领域。

■ 中美摩擦风险仍存，加仓之余亦需量力而为

通过以上多个维度分析，A 股与港股目前虽然表现稳定，但由于中美关系始终存在高度不确定性，特朗普政府对中国的贸易政策及高科技产业态度多变，投资者在加仓 A 股与港股的同时，亦需警惕以下风险：

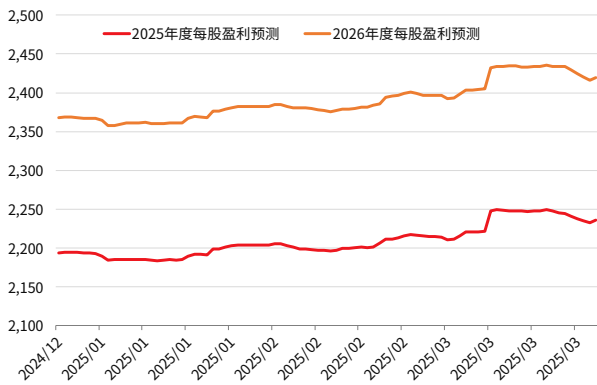
- i. 关税税率或未见顶：我们预期特朗普政府将继续对华实施渐进式关税，除了 4 月初公布的对等关税外，不排除利用包括 301 调查结果和 TikTok 出售进度等理由，对中国商品进一步加征关税。虽然近年中国企业对美国出口占比已显著下降至 15% 以下，关税对中美企业盈利直接影响有限，但倘若税率累计上调幅度超过 30%，届时在人民币汇率走弱及其他负面心理因素影响下，对市场风险偏好可能造成一定程度冲击。
- ii. 针对高科技产业施压：为了压制中国 AI 产业迅速崛起，美国个别国会议员倡议进一步收紧对中国 AI 芯片的出口管制，包括将英伟达 H20 GPU 纳入禁售或限售名单。假如提案获特朗普政府采纳，短线难免动摇市场对中国 AI 产业链增长前景的信心，并对上季股价大涨的科技股带来冲击。此外，特朗普于 2 月签署了《美国优先投资政策》备忘录，限制美国养老金、大学捐赠基金等投资于中国的战略敏感行业，如人工智能、量子计算、生物科技、先进制造业等。虽然类似的限投令在拜登政府时期已经推出，但若特朗普进一步升级管制，并要求更广泛的美国资金减持中国股票，也是后市的一大隐忧。

■ A 股与港股升势料将持续，上调恒指目标至 26,000 点

整体来说，我们对 A 股与港股第二季度的看法维持谨慎乐观，主要基于内地 AI 技术突破与应用普及化进度较预期理想，支撑以科技板块为首的增长型股票的估值更上一层楼。此外，国内消费与房地产市场在利好政策呵护下逐步回暖，有望提振内需消费企业上半年盈利表现，恒指及沪深 300 指数的盈利预测上调趋势在二季度或将延续。不过，中美两国在贸易和科技领域摩擦升温的风险仍然挥之不去，或增加大市的波动，并制约 A 股与港股的潜在上行空间。

综上所述，我们维持恒生指数 2025 年盈利预测整体在 2,300 港元左右，相当于同比增长 9%，并高于截至 3 月 27 日彭博预测共识的 2,240 港元。估值方面，虽然恒指上季录得超过 17% 升幅，但由于市场同时调高其盈利预测，令恒指未来 12 个月预测市盈率仅轻微升至 10.5 倍，仍低于过去 5 年平均值的 10.9 倍，显示目前估值水平仍属吸引。我们将恒指预测市盈率目标由 10.8 倍上调至 11.3 倍，并上调恒指今年底目标水平至 26,000 点，较第一季度预测的 24,800 点上调 4.8%。

恒生指数盈利预测趋势变化 (港元)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 27 日

恒生指数未来 12 个月预测市盈率 (倍)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月 27 日

本季重点关注板块：

行业 / 主题板块	重点投资逻辑	看好程度 #
人工智能概念	<p>1. 大模型开发及云计算：龙头企业将加码投资于 AI 相关研发和基础设施，有助扩充算力储备、加速升级推理大模型，以及推出并优化 AI 专属应用产品，迈向商业化的能见度较高。</p> <p>2. 智能驾驶产业链：车企接入 DeepSeek 后可大幅提升智驾所需之数据生成及算法的效率和质量，有利推升国内高阶智驾 (L2+ 或以上) 方案渗透率，相关汽车、半导体、软件、车载镜头和激光雷达等企业可从中受益。</p> <p>3. 国企电信：AI 大模型训练和推理需求迅速增长将支持互联网数据中心 (IDC) 机房出租率回升。另外，随着国企和地方政府扩大 AI 应用，料较有利具国资背景的电信运营商抢占政务云市场份额。</p>	★★★★
服务及必需消费	<p>1. 两会政府工作报告表明今年将从多方面增加城乡居民收入和优化社会保障政策，加上股市、楼市逐步回稳，料有助提升居民消费信心。</p> <p>2. 国务院发布的《提振消费专项行动方案》强调支持服务式消费和开拓更多元化消费场景，例如餐饮和家政服务、文娱旅游、冰雪经济、智慧产权 (IP)、游戏等。</p> <p>3. 多数企业目前估值低于历史平均值，并处于净现金状态，有条件维持较高派息比率，以及提出新一轮股票回购。</p> <p>4. 首选乳品、运动用品、在线旅游平台、啤酒、饮料等细分板块</p>	★★★★
电力	<p>1. 国内近年积极推进气价市场化改革，上年多个城市宣布上调居民用户 / 工商用户之天然气终端价格，个别地方上调幅度达两位数，有助燃气分销企业更容易转嫁气源成本，稳定其单位售气利润率。</p> <p>2. 全国三中全会后发布《加快构建新型电力系统行动方案》，10 月初人大会议通过《能源法》，12 月中央经济工作会议亦表示加快“沙戈荒”新能源基地建设和建立零碳园区，均显示中央对绿色低碳转型之决心，有利推进可再生能源装机建设及应用，加强对新型储能项目支持，并优化绿色电力证书等交易制度。</p> <p>3. 主要龙头企业均为大型国企，其资产负债表素质稳健，低利率环境亦可降低融资成本，部分更有条件于未来增加派息比率，目前天然气板块股息率高达 4-7%，电力板块股息率平均高于 6%，仍具不俗吸引力。</p>	★★★
香港本地及国际金融	<p>1. 2024 年 12 月美联储下调点阵图之利率指引，意味今年美国降息进度或放慢，香港银行之同业拆息及最优惠利率 (P) 之下调速度亦料不及早前进取，加上 CASA 比率持续改善有助降低银行资金成本，均有利净息差表现，但贷款需求疲弱仍属主要拖累因素。</p> <p>2. 去年 9 月后香港资本市场已呈现逐步回稳之势，加上中国低利率环境催化国内居民进行跨境投资之需求，料将带动银行及保险行业之财富管理业务加速增长。</p> <p>3. 目前香港主要银行股的 CET1 资本充足率远高于监管要求，可保障未来续增加派息及进行股票回购。目前行业预测股息率平均高达 7%，较我们预期的美国 10 年国债收益率目标 (4.1%) 差距仍高达 290 个基点，估值吸引。</p>	★★★

(# 标注：看好程度以 * 数目作为评分，最高 5*，最低 1*。5/4/3/2/1 星分别代表非常看好 / 看好 / 审慎乐观 / 持平 / 看淡)

第四部分

全球债市展望



我们在上个季度中预期美国总统特朗普就职后，全球经济的不确定性将攀升。在避险情绪升温下，各大债券指数表现或普遍向好，尤以企业债券表现突出。利率走势料呈现“先高后低”，与1995年的降息周期相似，预计美元计价的企业债及非美债市表现较好。欧洲债市或受特朗普政策影响而承压，而亚洲债市则因投资者寻求分散风险而有望走高。

我们当时预测美国10年期国债收益率波动区间为4.25%至4.36%，2年期收益率波动区间则为3.67%至3.98%。投资策略上，建议以收益率曲线斜率为核心，短期债券表现或将

优于长期债券。投资者可关注投资级别的公用、医疗护理等行业债券。整体预测大致与今天结果相若。

进入第二季度，随着特朗普推动大规模改革，资金早在上季大举流入债市避险。美联储在利率预测上的措辞虽然谨慎，但实际上正为降息铺路。投资者目前预计经济和股市下滑后的政策“托底”或有助于“红色浪潮”的延续。我们预计美债收益率将继续稳步下降，投资策略应由定点转向期限溢价，尽管升幅或不及去年。特朗普执政百日内，将有利各项债券指数，更何况目前仍处于降息周期中。

债券是对冲风险的良好工具

特朗普在本届任期的作风较上届任期时更为强硬，对内雷厉风行，对外反复利用关税措施试图提振国内经济，令全球投资风险迅速攀升。

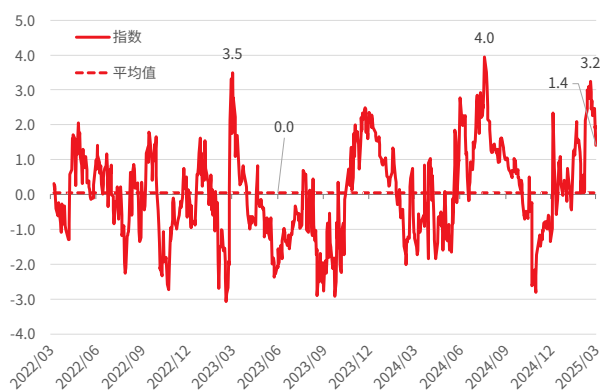
■ 数据反映投资者避险情绪高涨

西太平洋银行避险指数是综合日元、美股波动指数、美债10年期收益率掉期等多项避险资产的波动情况，以评估市场避险情绪的变化。该指数高于0表示避险升温，反之亦然。该指数近3年的平均值为0，反映疫情后市场避险情绪回归平稳。然而，该指数在2023年3月美国硅谷银行倒闭及2024年8月日元套利交易平仓潮刺激全球避险情绪，均出现显著上升。及至今年特朗普就职后，该指数再次持续攀升，尤其是3月初特朗普曾执意对加拿大、墨西哥及中国加征关税，全球避险情绪再度高涨。

根据资金流向监测机构EPFR截至3月3日的数据，特朗普就职后第5周，所有被追踪的债券基金流入量创下52个月新高。其中，欧洲债券基金吸引了创记录的资金流入，欧洲企业债基金的资金流入更是主权债券基金的两倍。美国债券基金年初至今的总规模增长约150亿美元。从期限来看，投资者更青睐中短期美国债券基金。此外，高收益债券基金的资金流入创下22周新高，而新兴市场债券基金亦持续录得资金流入。

上述数据显示，投资者在特朗普就职后持续增加债券持仓，以应对市场的不确定性。同时，也验证了我们上季的预测：在不明朗环境下，债券是投资组合中不可或缺的资产，发达市场的企业债表现将优于国债，而短期债券将优于长期债券，非美债市亦具备一定的投资机会。

西太平洋银行避险指数



数据来源:彭博,东亚中国财富管理,数据截至2025年3月14日

展望未来，特朗普政策带来的全球不确定性料将继续上升，债券及黄金将是较有效对冲风险的工具，投资者应按个人风险承受能力，适当配置债券持仓。

利率预测：年内或将降息两到三次

诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼表示，尽管去年美联储开始降息，但长期利率（包括美国国债收益率及市场抵押贷款利率）却不跌反升，反映投资者忽略了美联储对利率及经济前景预测，反而更加忧虑特朗普政策可能推升通胀。这或使得美联储不得不暂停降息，甚至在必要时或需重新加息。

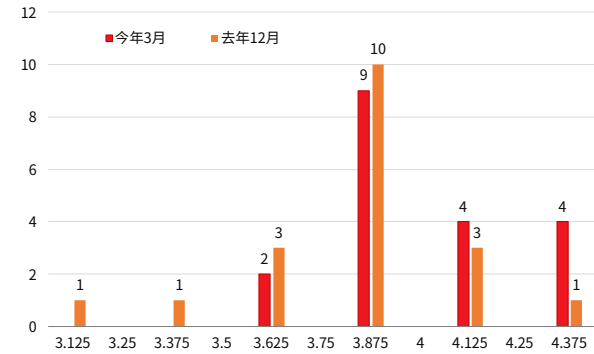
年初，美联储主席鲍威尔曾公开表示，仍需观察政府关税措施对通胀的影响，其他重大政策改革所产生的不确定性仍然偏高，因此美联储不急于调整利率。然而，美国财政部长贝森特坚称，关税影响仅仅是短期的，不会导致物价持续上升，并建议美联储更慎重看待关税对经济的影响。

■ 三月联储利率决议保持谨慎

美联储在3月一如市场预期维持利率不变，并在点阵中维持今年利率中位数于3.875%，暗示年内至少降息2次，每次0.25%。第3次降息与否，需进一步观察经济状况及特朗普政策的影响。2026年利率中位数亦维持在3.375%不变，意味今明两年共将降息至少4次。这显示了美联储准备好在经济失衡时，随时出手稳住经济。会后利率期货市场显示，市场预期年内的两次降息最早将于6月和9月进行，如有需要，第3次则可能在12月。

此外，投票结果显示各美联储票委们对利率变化路径的想法。支持降息低于利率中位数的票数较上季少了3票，而投票中最大及最小目标利率之差距由1.25%收窄至0.75%。这反映出委员们对降息的共识提高，预示降息的可能性增加。本行维持今年降息2至3次的预测。

美联储点阵图对应目标利率下的票数（张）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2025年3月20日

除了降息预期有所升温，美联储对经济预测的修正反映其看法转趋谨慎。整体预测如下：

指标 (%)	去年 12 月	今年 3 月	变化
2025 年实际 GDP 同比增长	2.1	1.7	-0.4
2025 年核心个人消费开支同比	2.5	2.8	+0.3
2025 年失业率	4.3	4.4	+0.1

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据撷取于2025年3月20日

美联储预期通胀上升和失业率将进一步回升，虽然幅度仍属可控，但令美联储两大职责目标（实现最大就业和物价稳定）备受挑战。此外，美联储下调经济增长预测，但仍维持正增长，间接驳斥了部分认为经济将陷入衰退的论调。

美联储亦决定在4月1日起放慢缩减资产负债表规模（简称“缩表”）的步伐，整体流动性仍保持适度宽松，但“缩表”幅度受到市场质疑。美联储未有完全取消“缩表”的安排，既可避免破坏近年来抑制通胀的成果，也为未来经济走弱预留政策空间，可以起到不降息也能调控流动性的目的，一举两得。

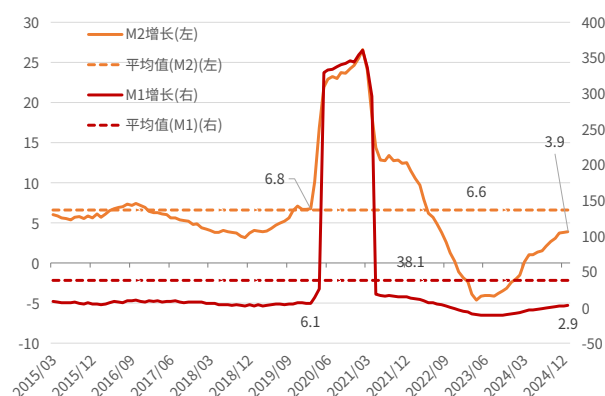
■ 各类政策深层次的利益考量

特朗普当选后，投资市场曾高举“特朗普交易（Trump Trade）”的旗帜，呼吁资金投入受惠于潜在政策或改革的资产与行业。如今，则抛出“特朗普看跌期权（Trump Put）”，即指当美股下跌时，特朗普政府或将推出“救市”的政策，类似使用认沽期权来对冲持仓的策略。

投资情绪往往需要各种主题去驱动，但各种主题都要有基本面配合。年初，华尔街大咖在特朗普就职前曾高呼美国将能延续“金发女孩经济”，刺激美元资产走高。然而，不过数周，美国财长贝森特即表示无法保证美国经济不会陷入衰退，甚至警告白宫正试图阻止“必然”发生的金融危机。特朗普受访时亦不排除美国出现经济衰退的可能性。

而美国约翰斯霍普金斯大学经济学教授史蒂夫·汉克接受采访时表示，美国货币供应量近年罕见收缩，经济指标急剧下滑，预示美国经济或将陷入衰退。历史经验表明，当美联储大幅收缩货币供应时，经济衰退甚至萧条往往随之而来。除非货币政策出现逆转，否则衰退将不可避免，暗示美联储需尽快降息。根据美国近10年广义（M2）及狭义（M1）货币供应量的同比变化，截至今年1月分别上升3.9%及上升2.9%，明显低过平均值（M2增长6.6%，M1增长38.1%），及疫情前水平（M2增长6.8%及M1增长6.1%）。这一趋势或与近年来美联储持续加息及“缩表”有关。

美国货币供应量：M2及M1同比增长（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2025年3月20日

如果经济下滑但通胀仍然保持稳定，美联储将更有底气降息。除了对减轻当前债务利息负担（已超过高于国防及医疗支出）有莫大帮助，降息其实有更深层的利益考虑。对本届政府而言，如能在经济低迷时，以趁势推出减税及行业监管放宽的政策，并配合美联储降息，将完美演绎“Trump Put”对实体经济及投资市场带来的全面反弹，势将大大提振本届政府的威望，并有望打破共和党中期大选落败的魔咒，延续“红色浪潮”的执政。

而从时机推算，在国际间在对等关税上争端、地缘战事的停火谈判、对政府效率部（DOGE）的法律诉讼等逐步平息之后，最佳执行时机料在下半年甚至明年初，以确保市场情绪“保温”至2026年中期选举。|

收益率预测：由定点转向期限溢价

年初，特朗普政策令美国 10 年期国债收益率升至 4.80%，当时有部分预测更估计或将升破 5%。但我们坚持认为波动区间将在 4.25% 至 4.36%。收益率不升反跌的理论基于特朗普的能源政策打压油价，考虑到美国通胀与油价相关性高度正相关（约 80%），低油价将抵消关税对通胀的压力。在关税政策没有正式落定前，国债收益率或仍将保持稳定。截至 3 月 21 日，美国 10 年期国债收益率报 4.24%，进一步验证了我们的预测准确性。

■ 收益率料在大波动中反复走低

根据美联储 3 月议息会议中经济数据的预测，结合本行的内部分析模型，预测结果如下：

期限	预测数值 (%)			基本预测 (%)		极端预测 (%)	
	平均值	标准差	峰谷值	下限	上限	下限	上限
10	4.07	0.05	0.14	4.02	4.12	3.93	4.21
2	3.28	0.06	0.16	3.22	3.35	3.13	3.44
差距	0.78	-0.01	-0.02	0.79	0.77	0.80	0.77

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 21 日

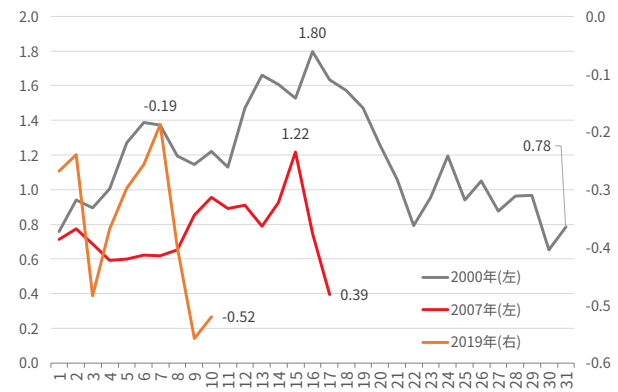
综合情景预测的最上限及最下限，美国 10 年期国债收益率区间为 4.02% 至 4.21%，2 年期则为 3.22% 至 3.44%。以平均值为基准，季度内 2 年期及 10 年期分别有 68 基点及 17 基点的下跌空间。由于关税政策及地缘政治磨擦将带来更多不明朗因素，故收益率区间预测偏宽。随着美国经济有可能进一步走弱，预计美联储料将释出更多偏“鸽派”信号。根据我们的分析，年内首次降息较大可能发生在下半年，届时各收益率便会下行，因此预计本季度收益率将低于上一季度。

■ 期限溢价的影响日益上升

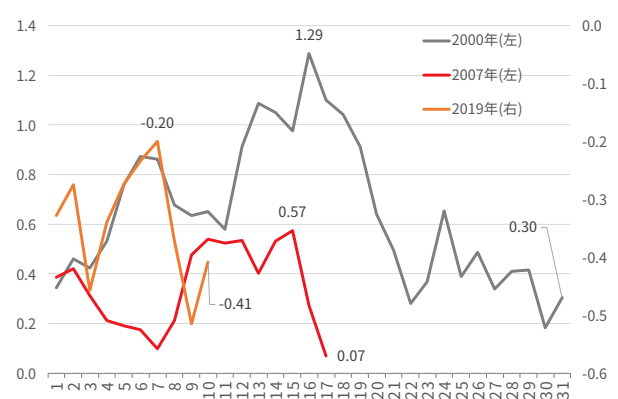
过去数季，我们分析了在降息周期中，利率自高位至首次降息期间，美债收益率曲线（以下简称“曲线”）由倒挂转为正斜率的过程，即所谓“曲线正常化”。曲线斜度通常以长短期债券的收益率差距衡量，传统上称为“期限溢价（term premium）”，即是投资于长债面对时间风险的额外报酬。去年美联储开启了此次降息周期，料曲线正常化的进程将更

加明显，未来债市焦点料将由定点的收益率，转向不同年期债券的期限溢价之变化。

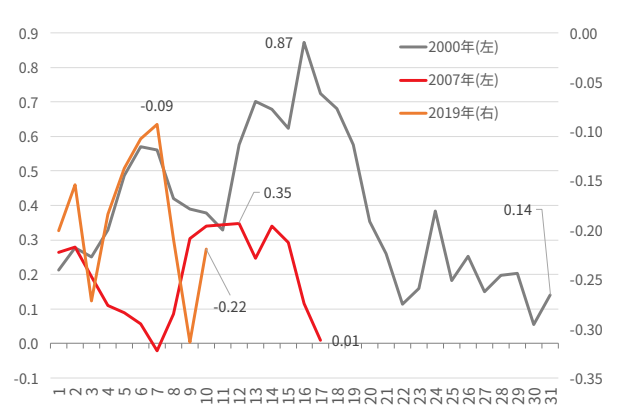
近 3 次降息周期中期限溢价走势：10 年期 (%)



近 3 次降息周期中期限溢价走势：5 年期 (%)



近 3 次降息周期中期限溢价走势：2 年期 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 22 日

通过 2000 年、2007 年及 2019 年的降息周期数据，辅以 10 年期、5 年期及 2 年期零息债券隐含的期限溢价作分析，结果显示，各时段及各年期的溢价走势均出现“先高后低”。抽取各时段由降息起点时至当时峰值的溢价变化，整体数据如下：

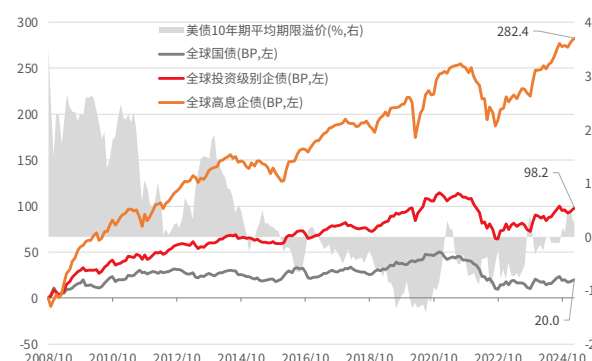
年份	期限溢价 (%)			平均
	10 年期	5 年期	2 年期	
2000	1.04	0.94	0.66	0.88
2007	0.51	0.19	0.08	0.26
2019	0.08	0.13	0.11	0.11
平均	0.54	0.42	0.28	0.42

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据撷取于 2025 年 3 月 22 日

此次降息周期仍未结束，但走势仿佛历史的重复。截至 3 月 21 日，美国 10 年期国债期限溢价减去 2 年期的期限溢价约 30 点子。根据上述收益率预测模型，在不同情景下，溢价约介于 77 个基点至 80 个基点。假设年内再降息最少 2 次，意即本季将有近 50 个基点的升幅。补充一点，溢价进一步上升将取决于再次降息的时间，其中涉及大量非经济的（例如国际博弈等）的因素。

投资策略上，可通过期限溢价对不同类型债券的影响再作分析。参考近 20 年美国 10 年期国债平均期限溢价作基准，再以富时世界国债指数代表全球国债市场，彭博全球投资级别企业债指数、彭博全球高收益企业债指数代表全球企业债。期间三大债券指数与平均溢价之相关系数分别是负 0.42、负 0.68 及负 0.68。负值表示未来溢价持续上升将不利三大指数走势，幅度上企业债受影响较国债为大，企业债种类则没有明显分别。

美债 10 年期平均期限溢价及各全球债券指数表现



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 20 日

再观察各指数期间的走势，2005 年 3 月 31 日至今年 3 月 20 日，全球国债、投资级别及高收益率企业债全期表现分别报升 2.8 倍、98% 及 20%，差距非常明显。但抽取 2020 年末溢价见底反弹后数据，当时各指数跌幅分别报 27%、24% 及 15%，发现高收益企债的韧性更高，这或与信贷利差（credit spread）偏高以抵消期限溢价的冲击有关。

特朗普效应：避险中更要精挑细选

前文中我们预测特朗普政策操作将加剧市场不稳定性，导致各类资产走势变得更加波动。以下将以“执政百日”及“欧债危机 2.0”为基础，探讨各类投资策略。

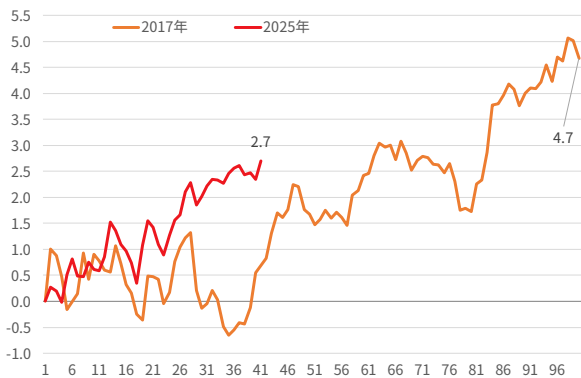
■ “执政百日”：料维持反复向好的态势

以特朗普就职第一个百日各资产表现作分析，当前各类商品走势与上届相似，这与特朗普继续推动相近的能源及“再工业化”政策有关。而各美股指数表现逊于上届，甚至出现截然不同的走势。至于在债市方面，结果又将如何？

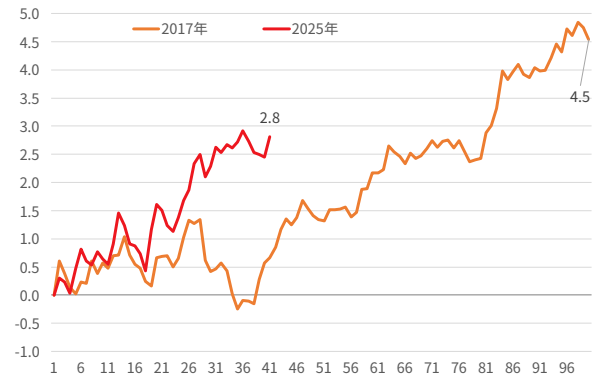
我们选取了富时世界国债指数代表全球国债市场、彭博全球投资级别企业债指数和彭博全球高收益企业债指数分别代表企业债市、彭博亚洲美元投资级别债券指数代表亚洲美元债市。结果显示，4 大指数走势方向与上届相似。特朗普的政策风格令市场风险上升，资金追捧债券作避险资产实属预期之内。

不同之处在于，上届特朗普在执政约 30 日后，美联储宣布加息，并在接下来两年共加息 7 次，共计 1.75%。尽管如此，各大债券指数仍维持强势，第一个百日回报介于 3.0% 至 4.7%。相比之下，今天正处于降息周期，各种因素均支持债市升势。如果经济进一步放缓，全球主要央行有可能加快降息步伐，有利全球债市。

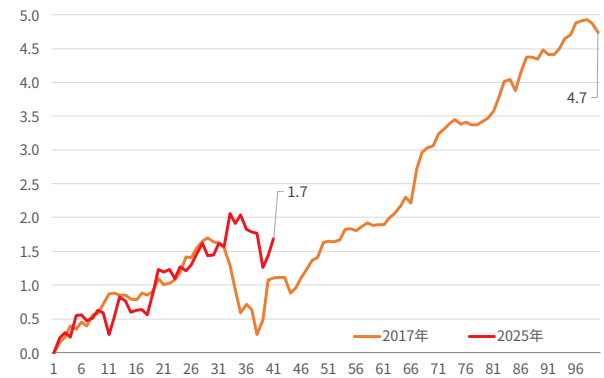
特朗普上一任期及本任期首 100 个交易日的指数表现：富时世界国债指数 (%)



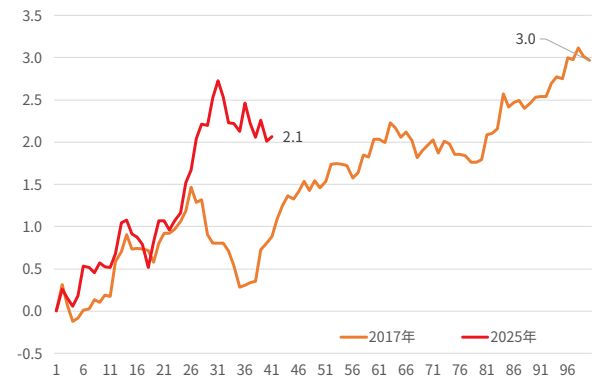
特朗普上一任期及本任期首 100 个交易日的指数表现：彭博全球投资级别企债指数 (%)



特朗普上一任期及本任期首 100 个交易日的指数表现：彭博全球高收益企债指数 (%)



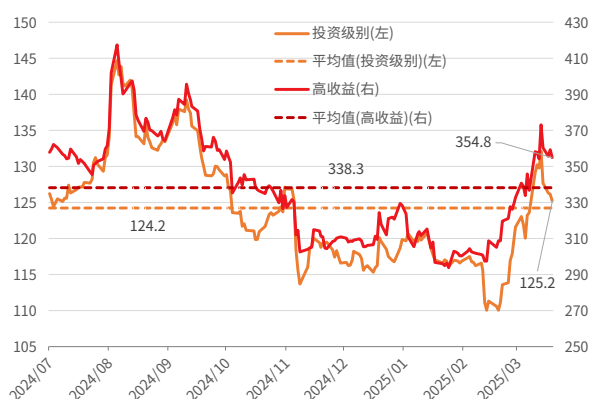
特朗普上一任期及本任期首 100 个交易日的指数表现：彭博亚洲美元投资级别债券指数 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2017 年 1 月 20 日至 6 月 8 日及 2025 年 1 月 20 日至 3 月 17 日

进一步分析企业债市场。截至3月17日，彭博全球投资级别企业债指数和彭博全球高收益企业债指数分别报升2.7%及1.7%，反映市场波动时，风险较低的投资级别企业债较受投资者青睐。除了上文提及的期限溢价，投资企业债另有对违约风险作额外补偿，市场统称为“信贷息差（credit premium）”的溢价。参考反映企业债违约风险的溢价，两者走向一致，但幅度却有明显差异。

美元债券信贷息差：投资级别及高收益类别（BP）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2025年3月19日

去年下半年，美联储释放出降息讯号，资金大举流入企业债寻求收益（yield-seeking），令信贷利差不断收窄。投资级别企业债的信贷利差由最高145（基点，下同）下降至110，降幅约24%；高收益企业债则由418跌至294，降幅约30%。尽管溢价偏低，市场都愿意投入，尤其是高收益企业债，反映多年后首次降息对债市的影响较大。

然而，当特朗普就职后，市场忧虑其政策可能引发全球经济放缓，资金撤出企业债并流入国债避险，导致信贷利差反弹。投资级别企业债的信贷利差上升了20%及高收益企业债的信贷利差上升了27%。截至3月19日，投资级别的信贷利差报125，与去年下半年起之平均值124相若。但高收益报355，与平均值338仍有点距离，反映投资者对风险偏高的高收益企业债仍存有疑虑。

综合而言，特朗普政策导致市场避险情绪升温，整体债券市场表现将更具吸引力。此外，若美国经济有可能下滑，美联储更有底气加快降息时，债市将更受惠。信贷利差的反弹正反映投资者在风险与回报考量下，偏重于投资级别企债。现时需静待各不明朗因素逐步明朗后，债市格局才可能会重新调整。

■ 欧洲经济隐忧：不可小觑的“灰犀牛”

欧债危机泛指2008年全球金融危机爆发后，部分欧洲国家因经济衰退出现财政问题，最终无法或延迟偿还债务，引发全球性金融危机。希腊债务问题首先引发欧洲金融市场动荡，随后逐渐蔓延至葡萄牙、爱尔兰、意大利及西班牙。欧债危机暴露了欧元区内部经济发展不均衡、财政政策缺乏协调等结构性问题，使投资者对欧债的信心长期受压。

如今欧债问题再度受到关注。面对特朗普的对等关税威胁，欧央行行长拉加德预测，若美国对欧洲实施对等关税，第一年欧元区经济增长将下降0.3%。去年欧元区GDP同比增长1.2%，而她预测今年增长将低于1%，季度环比更有可能出现负增长。她同时预期关税将推升通胀0.5%，目前欧元区CPI同比为2.3%，即通胀有可能重返2023年时水平。此外，美欧正争夺俄乌冲突停火协议的主导权，双方更在联合国大会中罕有地出现对立局面。市场预期，美国若撤回对乌克兰的军事援助后，将由欧盟承担，尚未计入近5,000亿美元的重建费及北约军费上调等支出，无疑对本就孱弱的欧洲经济雪上加霜，引发市场对“欧债危机2.0”的忧虑。

过去3年，欧洲国债收益率不断攀升，反映投资者对欧洲违约风险及地缘战事的担忧持续升温。截至3月21日，欧洲3大经济体，德国、法国及意大利的10年期国债收益率，分别报2.76%、3.46%及3.88%，与2009年欧债危机时相若。反观经济实力较弱的希腊，其10年期国债收益率报3.57%，不单低过欧债危机时水平，亦与欧洲大国相近，反映资金对希腊的债务信心与大国们相若。

10 年期国债收益率：德国、法国、意大利、希腊 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 22 日

除了区域内部歧，与比较全球主要债市，欧洲债市都呈现出对乱局一筹莫展的风险。截至 3 月 21 日全球主要国债收益率于过去 3 个月变化的数据如下：

地区 / 国家	收益率 (%)	近 3 个月数据		
		最低 (%)	最高 (%)	变化 (点子)
美洲				
美国	4.25	4.16	4.79	-27.60
加拿大	2.99	2.83	3.54	-28.17
欧洲				
英国	4.71	4.43	4.89	20.30
法国	3.46	3.08	3.58	38.59
德国	2.76	2.32	2.89	48.20
意大利	3.88	3.44	4.01	43.48
西班牙	3.40	2.98	3.52	43.44
葡萄牙	3.27	2.78	3.38	52.29
瑞典	2.69	2.17	2.69	42.58
荷兰	2.98	2.54	3.11	47.93
瑞士	0.63	0.21	0.75	43.96
希腊	3.57	3.17	3.69	44.01
亚太				
日本	1.51	1.04	1.57	47.10
澳洲	4.39	4.27	4.63	-10.06
新西兰	4.51	4.39	4.76	-2.50
韩国	2.79	2.70	2.90	-7.01
中国	1.83	1.59	1.92	13.08

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 3 月 21 日

收益率变化反映出资金正撤出欧洲各国。除了英国，其余欧洲国家皆录得接近或超过 40 个基点的升幅。2009 年当时有“7% 魔咒”的说法 25：国债收益率升至此水平作为国家违约的指标。现况及最高水平的前 5 位分别是英国、法国、意大利、西班牙及希腊，均正迈向或超越 4%。

值得注意的是“七国集团”中，只有美国和加拿大仍然“健康”，日本近月变化达 47 个基点，收益率更回到 2008 年金融海啸时水平，日本将面临高通胀与加息的两难局面。

回顾 2009 年的欧债危机，欧洲央行通过购买国债和多次降息提供流动性，国际货币基金组织 (IMF) 和欧洲稳定机制 (ESM) 等机构亦出手为处违约边缘的国家解困。然而，后遗症是负利率政策影响货币政策对调控实体经济的功能，酿成贫富悬殊和资产价格扭曲等问题，亦间接积累了民怨，最终引发各地的政治震荡，至今仍犹有余悸。

去年欧央行由将利率由 4.5% 减至 2.65%，但各国收益率却仍持续走高，反映市场对债务风险的担忧无法通过减息完全化解，即使重回负利率政策乃无济于事。短期内特朗普政策的不确定性料持续加剧，未来地缘战事及对欧关税的演变或将是债务危机的触发点，或许届时影响的不只欧洲，更会波及全球。

亚洲信贷基本面强韧 有助对冲波动市况

美国总统特朗普朝令夕改的政策导致市场大幅波动。加征关税究竟是贸易战还是谈判手段？美国对俄乌冲突的立场如何？这些都是市场的不明朗因素。此外，有迹象显示美国经济可能转弱，美国 10 年期国债收益率一度跌至多月新低。尽管如此亚洲美元债市的信贷基调稳固，业务以出口美国为主的债券发行人比例不多，因此亚洲企业具备抵御外围负面影响的能力。美国国债收益率下跌将为亚洲投资级别美元债券带来支持，尤其是日韩等地的金融债。亚洲高收益美元债券息差持续收窄，我们相信中国以外的亚洲区债市有机会出现整固，建议先行从印度等地区获利。中国房地产信贷环境发展正面，我们同时看好中国工业相关债券和部分蒙古债券。

美国 10 年期国债收益率走势 (%)



数据来源: Investing.com, 东亚中国财富管理, 数据由 2024 年 11 月 1 日至 2025 年 3 月 12 日

投资者避险情绪高涨，为美国国债带来支持。此外，美国经济隐忧浮现，市场预期美联储今年可能降息 3 次。在美国经济增长放缓的风险上升的环境下，我们看好美国国债。亚洲投资级别美元债券的信用表现强劲，经风险调整后回报具吸引力，投资者可以在估值相对便宜的市场作分散投资，包括韩国和日本的金融板块。

■ 人工智能发展支持中国科技债券，从估值偏高的国企债券先行获利

中国政府去年接连出招救市，经济和楼市均已转稳。加上 DeepSeek 面世令市场对人工智能产业发展充满憧憬，带动科技、媒体和通讯板块的利差继续收窄，其他国企债券亦表现良好。中国投资级别债市的基调稳固，但由于估值偏高，我们选择从个别债券中先行获利。至于香港市场方面，一家早前陷入财务危机的地产商据报成功完成再融资。然而，我们认为相关风险犹存，并担心若问题再度浮现，可能对银行业带来连锁效应，因此我们选择先行减持香港银行债券。

■ 日本经济持续增长 韩国银行信贷基调稳健

日本和韩国投资级别美元债券属区域内最具质量之一的投资选择。虽然韩国早前政局不稳，我们认为情况可控。对于当地估值吸引的金融债券，我们会继续增持。当地主要银行私人信贷基调稳健，最新公布的 2024 年度业绩显示，资产质量维持良好。韩国央行在今年 2 月降息 25 个基点，评级机构惠誉认为，降息对银行净息差造成压力，但对整体盈利影响轻微，因为不少高息存款即将到期，且银行具备强劲的资本缓冲能力。

我们亦看好估值吸引的日本企业和金融债券。日本去年第四季度经济增长高于市场预期，支持银行信贷基调，并为央行提供加息条件。日本央行于今年 1 月加息 25 个基点。该国已经结束负利率政策，以较慢的步伐加息，有助降低短期过度收紧银根对经济的冲击。惠誉表示，日本大型银行信贷质量稳固，因其收入来源多元化，而且风险偏好较低，有利于增加资产的防御性。除日本金融债以外，我们也看好个别消费和通讯债券的前景。

■ 中国企业重回高收益美元债市

近期，一家大型房地产发展商提早赎回债券，为沉寂已久的中国美元债市带来支持。大宗商品、综合企业甚至房地产等企业接连发债，其中一家大型铝冶炼厂的债券更出现超额认购。此外，一家国营地产商于今年2月初发行3.5亿美元债后，仅一周后再额外增发1.5亿美元进行再融资。由于房地产市场有所改善，我们对该板块的看法变得更加正面。此外，工业债的新供应仍然有限，因此我们对中国工业债也继续看好。

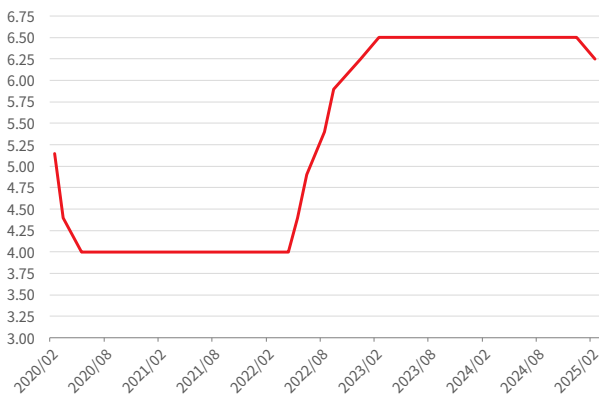
■ 从个别印度债券先行获利 蒙古政府发行5亿美元债券

随着通胀放缓，印度在今年2月降息，为5年来首次。当地经济去年第4季增长6.2%，政府预计第二季度增幅可能更快。受惠于结构性增长，加上能源板块被政府继续视为重点发展策略，我们继续看好印度新能源等收益率吸引的债券。然而，印度债券已经累积不少升幅，因此我们从个别债券先行获利。

至于前沿市场 (Frontier Markets)，我们对蒙古的宏观经济前景持正面看法，特别留意该国的政府和银行债。自从三大信贷评级机构去年调升蒙古信贷评级后，当地政府近日发行总值5亿美元的5年期债券，以偿还明年到期的旧债，其发行的债券收益率较信贷评级更高的乌兹别克和巴西等国家的债券还要低，或有助支持当地企业继续以低成本在国际市场进行融资。

亚洲高收益美元债券市场回暖。随着个别市场和企业信贷基本面改善，投资者对中国高收益美元债券开始重拾信心，有机会为整体债市带来具持续性的动力，但要密切留意外围环境波动对市场所带来的挑战和影响。

印度过去5年基准利率 (%)



数据来源: Investing.com, 东亚中国财富管理, 数据由 2020 年 2 月至 2025 年 2 月



第五部分

外汇市场篇

美元

外汇 美元

美国关税政策反复或影响美国本土经济

美元指数第二季度预计波幅范围

101.00 至 106.00



美元指数近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第四季度	2.4 (季度环比折年率)
失业率	2025 年 2 月	4.1
零售销售	2025 年 2 月	3.1 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 2 月	2.8 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

■ 美国关税政策持续反复无常, 或影响美元走势

美国总统特朗普上任后为贸易战拉开序幕, 先对中国加征关税, 又同时威胁会对加拿大和墨西哥加征关税, 随后又对进口钢铝加征 25% 关税, 并计划自 4 月 2 日起实施对等关税等。若特朗普关税政策持续反复无常, 可能进一步损害美国经济前景, 打击美元走势。

■ 通胀压力降温, 关税政策对通胀影响渐减

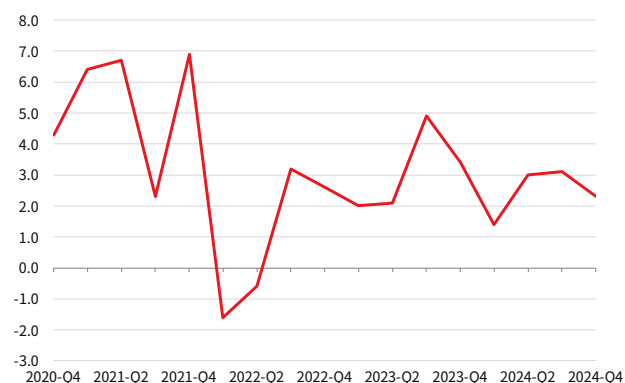
特朗普的关税措施加剧了市场对全球爆发贸易战的担忧, 亦有可能推高美国通胀, 加大美国经济前景的不确定性。美国 2 月的消费者物价指数 (CPI) 同比上升 2.8%, 低于前一个月的 3%; 而剔除食品和能源的核心 CPI, 则同比上涨 3.1%, 为接近 4 年新低。同期的生产物价指数 (PPI) 表现亦低于预期, 环比持平, 为 7 个月来首次出现。特朗普关税政策左摇右摆, 但料其带对通胀影响将逐渐减少。此外, 美国经济数据近期出现转弱迹象, 我们预期美联储不会急于降息, 并将继续观察美国最新的经济表现, 以制定相应的货币政策。

■ 美国对外关税政策或令本土经济放缓

随着美国企业赶在关税生效前加速进口，今年 1 月美国的贸易逆差创下 1,314 亿美元的纪录新高。贸易逆差恶化和消费者支出下降，增加了第一季度国内生产总值 (GDP) 萎缩的风险。根据亚特兰大联储目前预测，第一季度 GDP 环比折年率将下降 2.8%，而去年第四季度则为增长 2.4%。同时，特朗普亦拒绝对美国经济是否面临衰退作出预测，进一步加剧市场的紧张情绪，导致美国股市承压，美元亦受到影响。

整体而言，美国一系列的关税不但令全球贸易战加剧，同时亦令当地企业经营成本和消费成本上涨，供应链被干扰导致贸易活动降温，最终或会拖累美国经济增长，但目前来说，当地经济出现衰退的概率仍不是很高。|

美国 GDP 季度环比折年率 (%)



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

人民币

外汇 美元兑离岸人民币

中美贸易摩擦仍存不确定性，人民币将维持双向波动

美元兑人民币第二季度预计波幅范围

7.2000 至 7.3500



美元兑人民币近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第四季度	5.4 (同比)
失业率	2025 年 2 月	5.4
零售销售	2025 年 2 月	4.0 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 2 月	-0.7 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

■ 中美贸易摩擦仍存不确定性，人民币前景不明朗

针对美国对中国实施的关税措施，中国的反应相对克制，相关反制措施亦较为温和，只对部分美国进口商品加征 10% 或 15% 关税，同时就美国的关税措施将在世贸组织提出诉讼。接下来，关税焦点将集中在美国计划于 4 月份对其他国家实施对等关税政策，以及相关反制措施的落实情况。如果美国对中国的额外关税继续生效，将加大人民币的汇率压力。在美国关税政策的压力下，人民币前景仍未明朗，预期将维持相对稳定的区间波动走势。

■ 中国央行或将继续释放宽松信号，择机降准降息

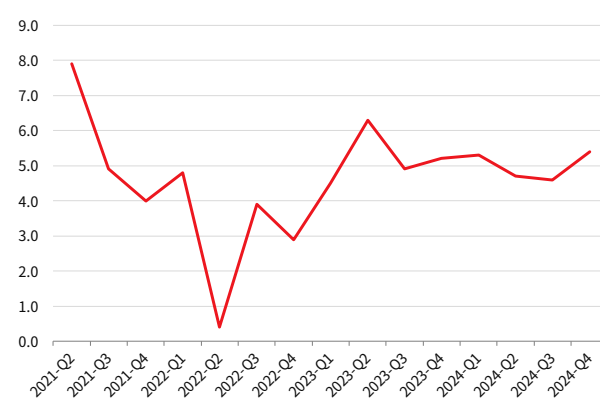
中国人民银行在去年第四季度货币政策执行报告指出，将实施适度宽松的货币政策，并综合运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具，适时调整政策力度和节奏，以保持流动性充裕。央行于今年第一季度例会后表示，下一个阶段将加大货币政策调控力度，选择合适的时机降准降息，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。我们预期，随着全球贸易摩擦可能进一步升级，人民银行将在今年继续释放宽松信号，以推动经济稳步回升。

■ 预期经济刺激政策及较宽松货币政策双管齐下

中央经济工作会议和两会公布的政府工作报告中，提振消费及扩大内需为今年的首要任务。人民银行行长潘功胜表示，政府正将刺激消费放在工作首位，并推出了增加家庭收入和提供补贴等促进消费政策。相关的财政政策再加上适度宽松的货币政策，或将能持续推动中国经济增长和经济转型，巩固并加强经济回升的势头。

在刺激经济政策及较宽松货币政策双管齐下，我们预期中国经济增长将渐趋稳定。而在经济进一步改善之前，人民币汇率料将维持双向波动的格局。 |

中国 GDP 同比走势 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

欧元

外汇 欧元兑美元

美关税威胁短期难解，俄乌局势缓和有利欧洲经济

欧元兑美元第二季度预计波动范围

1.0200 至 1.0700



欧元兑美元近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

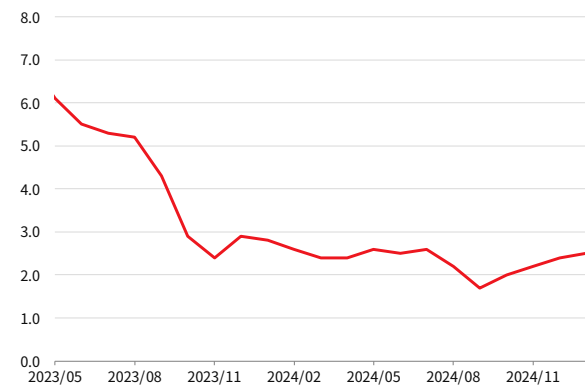
欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP) 初值	2024 第四季度	1.2 (同比)
失业率	2025 年 1 月	6.2
零售销售	2025 年 1 月	1.5 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 1 月	2.5 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

■ 欧洲央行放缓降息步伐，今年料仍会降息两次

尽管欧盟与美国的贸易战才刚开始，欧洲央行已于 3 月进行了此轮周期中的第 6 次降息，将存款利率下调至 2.5%。欧洲央行预期当地通胀率今年将回落至 2% 的目标水平，并表示目前利率对经济发展的制约已减弱，但对该区域的经济增长仍有一定影响。欧洲央行最新的言论或暗示有机会进一步降息。根据最新利率期货价格显示，市场预期欧洲央行年内仍会降息两次，每次降息幅度为 25 个基点，与美联储的降幅相当。

欧元区通胀走势 (%)



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

■ 美国关税政策短期对欧洲经济仍具威胁

美国总统特朗普上任后，计划向多国推行对等关税政策，并表示会对欧盟加征关税，导致欧元兑美元在 2 月初一度急挫至逾两年低点，逼近 1.0100 水平，离平价只有一步之遥。其后，欧盟亦宣布将对美国进口商品恢复 2018 年及 2020 年的反制措施。然而，欧盟出口到美国的商品较由美国进口为多，预期美国关税政策短期仍会对欧洲的经济带来威胁。

■ 俄乌局势若进一步缓和，将有利欧洲经济前景

根据俄乌冲突的最新发展，欧盟宣布价值 8,000 亿欧元“欧洲再武装”（Rearm Europe）计划，以加强欧盟国家的防御。而德国保守派和社会民主党亦达成协议，同意设立 5,000 亿欧元基础设施基金，并将改革借贷规则，以增加国防支出。市场预期欧洲各国政府将通过加大发债以筹集相关资金，欧元区债券因而被抛售，令欧元区各国债券收益率快速上升，间接支持欧元汇率上涨。俄乌局势在美国总统特朗普上任后有缓和迹象，若短期紧张关系见改善，将有利欧洲经济前景，支撑欧元走势。 |

英镑

外汇 英镑兑美元

年初英国经济见萎缩，料不改英国央行逐步降息计划

英镑兑美元第二季度预计波动范围

1.2700 至 1.3200



英镑兑美元近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP) 初值	2024 年第四季度	1.4 (同比)
失业率	2024 年 12 月	4.4
零售销售	2025 年 1 月	1.0 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 1 月	3.0 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

■ 英国通胀缓慢上升，英国央行将继续宽松政策

英国央行在 2 月把指标利率下调 25 个基点至 4.5%，并表示未来降息时将保持谨慎，因预期通胀仍有上升压力，而且全球经济仍充满不确定性。英国 1 月份通胀重上 3%，英国央行认为近期通胀超过 2% 目标水平只是暂时性的，通胀整体趋势仍在下行，预计今年将有进一步降息的空间。然而，若美国关税政策最终令全球通胀升温，料英国央行的降息步伐或因此放慢。利率期货市场价格显示，英国央行在年底前将进一步放宽货币政策，降息幅度约为 50 个基点。

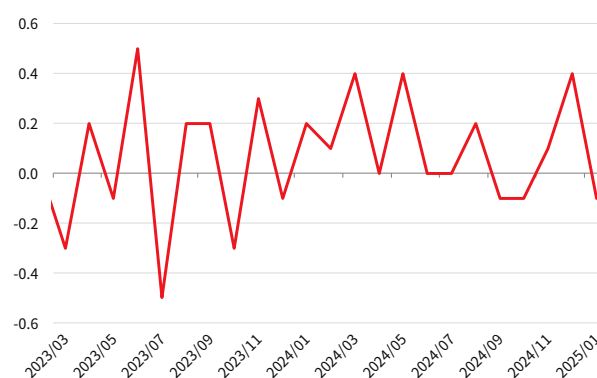
■ 美国贸易关税料对英国经济冲击不大

在美国准备向各国征收贸易关税之际，因美国对英国存在贸易顺差，预期英国经济受到美国关税政策的冲击程度较轻。因此，相较于其他国家，英国可能受到贸易紧张局势升级的影响较少。

■ 英国 1 月经济环比萎缩，但料不影响央行降息

英国经济在 2024 年 12 月强劲增长后，今年 1 月表现却出现小幅收缩。英国 1 月的国内生产总值环比意外下滑 0.1%，低于市场预期的增长 0.1%，主要受制造业和建筑业下滑影响。目前，英国 GDP 季度以及同比仍维持正增长，因此尚难断言英国经济会陷入衰退。此外，我们预期英国央行不会因单一经济数据而改变其货币政策立场，短期将继续观察最新的经济表现，作为调整货币政策的依据。 |

英国 GDP 增长走势 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

日元

外汇 美元兑日元

通胀及薪资持续增长，日本央行缓慢加息计划未变

美元兑日元第二季度预计波动范围 144.00 至 152.00



美元兑日元近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

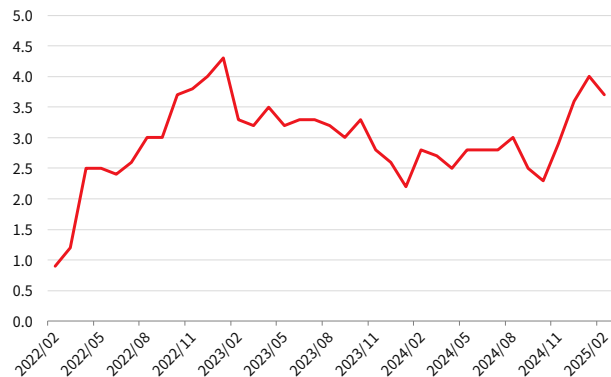
日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第四季度	2.2 (季度环比折年率)
失业率	2025 年 1 月	2.5
零售销售	2025 年 1 月	3.9 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 2 月	3.7 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

日本通胀及薪资持续增长，支持日本央行再加息

日本 2 月整体通胀率同比增长 3.7%，虽略低于上月的 4%，但仍为连续 41 个月保持上升，反映日本物价压力仍持续增加。2025 年俗称“春斗”的春季薪资谈判第 1 轮结果已出炉，日本企业的薪资平均调升幅度为 5.46%。加薪幅度高于去年同期、为连续第 2 年高于 5%，且创下 34 年来最大加薪幅度。当地物价持续上升，加上“春斗”大幅加薪，均对日本通胀构成上行风险，支持日央行在经济温和复苏的环境下进一步加息。

日本 CPI 同比走势 (%)



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

■ 日本经济复苏动力正加强，长期或为央行加息助力

受惠出口持续增长及强劲的企业资本支出，日本去年第四季度 GDP 季度环比折年率增长 2.8%，远超预期的 1%。至于今年 1 月出口同比增长 7.2%，增幅远高于去年 12 月的 2.8%。从经济数据来看，日本经济基础正逐步加强，强劲内需带动日本经济复苏。长远而言，经济环境改善将有助于日央行持续加息和推进利率正常化。

■ 美国关税风险料不会影响日央行加息计划

日央行在 3 月的议息会议中维持利率不变，强调将继续评估美国关税风险对当地经济的影响。日央行总裁植田和男表示，需要更多时间来评估美国关税上调会否为经济带来风险和对日本经济复苏的影响。我们预期，美国贸易政策的不确定性，将令日央行加息的决定变得复杂，但不影响加息的大方向。|

加元

外汇 美元兑加元

美国关税威胁料影响加拿大经济及货币政策

美元兑加元第二季度预计波动范围

1.4100 至 1.4600



美元兑加元近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第四季度	2.6 (季度环比折年率)
失业率	2025 年 2 月	6.6
零售销售	2024 年 12 月	2.5 (环比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 1 月	1.9 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

■ 加拿大央行称已为关税作好准备, 未来仍持谨慎态度

加拿大央行 3 月再次降息 25 个基点至 2.75%，这已是央行连续第 7 次放宽货币政策，在 9 个月内共降息 225 个基点，在全球范围内降息幅度较为激进。该行亦指出正做好准备，以应对美国关税可能对加拿大经济造成的冲击，短期将谨慎地进行任何进一步调整利率的行动。显然，加拿大央行将继续观察美国最新的关税政策，预期加拿大央行今年的降息步伐将大致上与美联储同步。

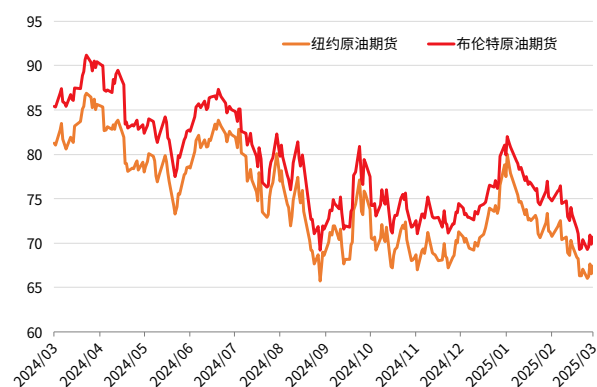
■ 在与美国相互关税的威胁下, 加拿大经济发展面临压力

美国总统特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品加征各类关税，尽管部分关税获得暂缓或豁免。而加拿大亦对美国的进口商品实施反制措施，令双方贸易摩擦加剧。由于双方贸易关系充满不确定性，加拿大的商业投资或受压。短期来说，来自美国的潜在关税威胁，将继续影响加拿大的经济前景，最终可能增加加拿大央行货币政策的决策难度。

■ 市场担心关税措施影响全球经济，令石油需求疲弱

特朗普的关税威胁逐步升级，多国亦实施反制关税措施作为回应，市场因此担心这场贸易争端将引发通胀升温，最终导致经济衰退。在全球经济的担忧背景下，预期石油需求将减弱，或令油价短期内维持中性偏淡走势，无法有效地支撑加元汇率表现。

过去 1 年国际油价表现 (美元 / 每桶)



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

澳元

外汇 澳元兑美元

澳洲央行已启动首次降息，预期年内将持续降息

澳元兑美元第二季度预计波动范围

0.6000 至 0.6500



澳元兑美元近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第四季度	1.3 (同比)
失业率	2025 年 1 月	4.1
零售销售 (初值)	2025 年 1 月	0.3 (环比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年第四季度	2.4 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

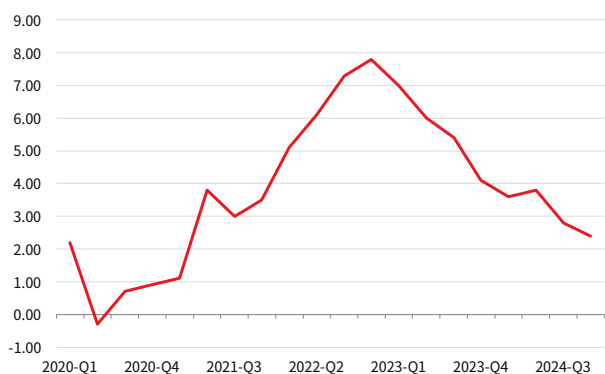
■ 澳洲央行已进行首次的鹰派降息

澳洲央行在 2 月的政策会议中，一如预期将隔夜拆解利率下调 25 个基点至 4.15%，这是自 2020 年新冠疫情以来首次降息。不过，该央行同时表明对进一步放宽货币政策持审慎态度，需观察整体经济数据变化再作决定。澳洲央行此次“鹰派降息”行动，令市场预期该行的降息步伐将较为缓慢，利率期货价格反映，市场预期该行在今年将降息 2 至 3 次。

■ 经济情况支持澳洲央行持续降息

澳洲央行多次提及已在压抑通胀方面取得进展，当地 2024 年第四季度的通胀率已从第三季度的同比 2.8% 降至 2.4%，不但低于市场预期的 2.5%，亦降至澳洲央行的目标范围内。不过，澳洲在 2025 年 3 月的消费者信心指数由前值的 92.2 升至 95.9，虽创下 3 年高位，但与中性水平的 100 仍有差距。在通胀回落但消费者信心依然较弱的情况下，将支持澳洲央行持续降息。

澳洲通胀同比走势 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

■ 美关税措施或令避险情绪升温

美国对澳洲为贸易顺差，因此预期美国政府推行的关税措施对澳洲的影响不大。然而，若美国对其他贸易伙伴实施进取的关税政策，将令市场避险情绪升温，或会导致作为风险货币的澳元受到承压。此外，若美国对中国进一步加征关税，料将影响中国经济发展，亦将间接拖累澳洲的经济活动及铁矿石出口需求，进而影响澳元汇率。

新西兰元

外汇 新西兰元兑美元

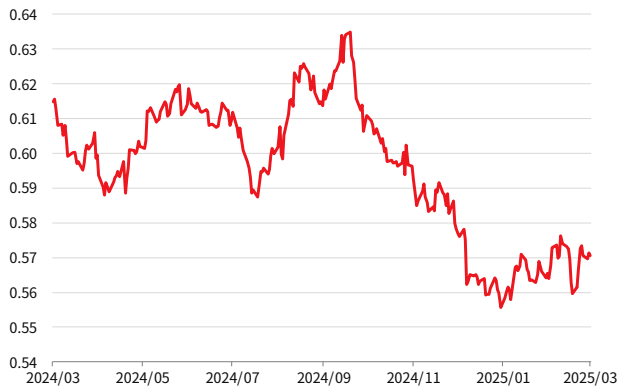
通胀受控但经济衰退，新西兰央行连续降息

新西兰元兑美元第二季度预计波动范围

0.5500 至 0.6000



新西兰元兑美元近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

新西兰主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第三季度	-1.0 (季度环比)
失业率	2024 年第四季度	5.1
零售销售	2024 年第四季度	0.2 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年第四季度	2.2 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

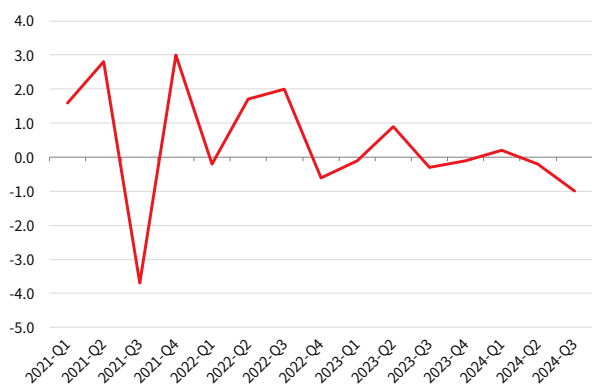
■ 新西兰央行有望放缓降息步伐，有利新西兰元汇率前景

新西兰央行于 2024 年 8 月开始降息，并在同年的 10 月及 11 月，以及今年 2 月将官方隔夜拆款利率数次下调 50 个基点至最新的 3.75% 水平，降息幅度较全球其他主要央行更为激进。新西兰央行在最新的政策声明提到，当地经济前景仍与通胀情况保持一致，政策委员会对继续降息抱有信心。利率掉期市场反映投资者预期新西兰央行在今年年内或仍会降息 3 次，每次幅度为 25 个基点，降幅较之前的每次 50 个基点少。若新西兰央行下调每次降息的幅度，将减少利差为新西兰元带来压力，有利于新西兰元汇率前景。

■ 经济衰退已成定案，新西兰央行需继续降息行动

新西兰央行之前表示已成功压抑通胀，两年期通胀预期由 2024 年第四季度的 2.12% 进一步下降至今年第一季度的 2.06%。通胀受控虽见成果，但当地经济却出现衰退萎缩，这或促使新西兰央行继续降息，以提振当地经济。新西兰在 2024 年第三季度的 GDP 录得季度下跌 1%，同时将去年第二季度的 GDP 由负 0.2% 进一步下修至负 1.1%。与其他主要发达市场相比，新西兰的经济表现较差，或将成为新西兰央行继续降息的理由。

新西兰 GDP 环比折年率 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 3 月

■ 中国经济回暖将支撑新西兰经济

中国是新西兰最大的贸易伙伴，故中国经济的表现将影响新西兰元走势。中国政府已推出多项刺激经济的措施，并表明实行适度宽松的货币政策，有助于刺激及稳定经济。若相关政策奏效，将能提升中国经济动能，新西兰经济料亦能因而受惠，或为新西兰元带来中长线的上升动力。 |

东亚银行（中国）有限公司温馨提示：

以上观点及资料均为公开资料。本文档不构成任何正式的投资意见或建议，仅供参考。东亚银行（中国）有限公司不对任何依赖在本文件发表的信息而导致的任何后果承担任何责任。理财非存款、产品有风险、投资须谨慎！结构性存款不同于一般性存款，具有投资风险，您应当充分认识投资风险，谨慎投资。东亚银行代销产品由合作机构发行与管理，我行不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

 **BEA 東亞銀行** | Live every moment
活出每刻

